

This methodology is no longer in effect. For information on rating methodologies currently in use by Moody's Investors Service, visit [www.moodys.com/methodologies](http://www.moodys.com/methodologies)

## METODOLOGÍA DE CALIFICACIÓN

# Metodología de calificación soberana

### Índice:

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| INTRODUCTION                                         | 1  |
| ALCANCE DE ESTA METODOLOGÍA                          | 2  |
| ESTRUCTURA DE LA TARJETA DE PUNTUACIÓN               | 4  |
| ANÁLISIS DE LOS FACTORES DE LA TARJETA DE PUNTUACIÓN | 5  |
| OTRAS CONSIDERACIONES DE CALIFICACIÓN                | 55 |
| SUPUESTOS                                            | 57 |
| LIMITACIONES                                         | 57 |
| APÉNDICES                                            | 59 |
| PUBLICACIONES RELACIONADAS DE MOODY'S                | 73 |

### Contacto con analistas:

|                                           |                         |
|-------------------------------------------|-------------------------|
| <b>FRÁNCFORT</b>                          | <b>+49.69.70730.700</b> |
| Dietmar Hornung                           | +49.69.70730.790        |
| Associate Managing Director               |                         |
| dietmar.hornung@moodys.com                |                         |
| <b>LONDRES</b>                            | <b>+44.20.7772.5454</b> |
| Matt Robinson                             | +44.20.7772.5635        |
| Associate Managing Director               |                         |
| matt.robinson@moodys.com                  |                         |
| Yves Lemay                                | +44.20.7772.5512        |
| Managing Director                         |                         |
| yves.lemay@moodys.com                     |                         |
| Alastair Wilson                           | +44.20.7772.1372        |
| Managing Director - Global Sovereign Risk |                         |
| alastair.wilson@moodys.com                |                         |
| <b>NUEVA YORK</b>                         | <b>+1.212.553.1653</b>  |
| Mauro Leos                                | +1.212.553.1947         |
| Associate Managing Director               |                         |
| mauro.leos@moodys.com                     |                         |

» Los contactos continúan en la penúltima página.

Esta metodología de calificación reemplaza la metodología Calificación de bonos soberanos, publicada en noviembre de 2018. Si bien esta metodología refleja el mismo enfoque básico que la metodología de noviembre de 2018 para evaluar el riesgo de crédito soberano, reemplazamos algunos indicadores cuantitativos por subfactores cualitativos que se basan en información cuantitativa. También eliminamos algunos indicadores superpuestos y aumentamos la transparencia de nuestros factores de ajuste. Ajustamos la calibración de algunos rangos de puntuación y ponderaciones de los subfactores para reflejar de mejor manera nuestro pensamiento analítico. Además, aumentamos el nivel de detalle de la escala para indicadores y subfactores dentro de la tarjeta de puntuación y cambiamos la nomenclatura de puntuación. También realizamos algunos cambios de redacción para mejorar la legibilidad.

## Introduction

En esta metodología de calificación, explicamos nuestro enfoque general para evaluar el riesgo de crédito soberano a nivel global, incluidos los factores cualitativos y cuantitativos que pueden afectar los resultados de calificación en este sector. Analizamos la tarjeta de puntuación<sup>1</sup> (scorecard) utilizada en este sector, la cual es una herramienta de referencia relativamente simple que puede utilizarse en la mayoría de los casos para obtener una aproximación de los perfiles crediticios del sector y para explicar brevemente muchos de los factores que suelen ser más importantes para asignar calificaciones a soberanos. Los factores de la tarjeta de puntuación pueden evaluarse utilizando datos históricos, a futuro o ambos.

También analizamos otras consideraciones de calificación, que son factores que se evalúan fuera de la tarjeta de puntuación, generalmente porque la importancia crediticia del factor varía ampliamente entre los emisores del sector o porque el factor puede ser importante solo en determinadas circunstancias o para un subconjunto de emisores. Asimismo, algunas de las consideraciones metodológicas descritas en una o más metodologías intersectoriales pueden ser relevantes para las calificaciones de este sector.<sup>2</sup>

La fecha de vigencia de este documento refleja la fecha de vigencia de la metodología en inglés relacionada.

<sup>1</sup> En nuestras metodologías y reportes, los términos "tarjeta de puntuación" y "matriz" se usan indistintamente.

<sup>2</sup> En la sección "Publicaciones relacionadas de Moody's", se encuentra una liga a un índice de nuestras metodologías sectoriales e intersectoriales.

Como consecuencia, es de esperarse que el resultado indicado en la tarjeta de puntuación no coincida con la calificación asignada de cada emisor.

Nuestra presentación de esta metodología de calificación continúa con: (i) el alcance de esta metodología; (ii) una descripción general del sector; (iii) una descripción de nuestro enfoque global para calificar soberanos; (iv) la estructura de la tarjeta de puntuación; (v) un análisis de los factores de la tarjeta de puntuación; (vi) otras consideraciones de calificación no reflejadas completamente en la tarjeta de puntuación; (vii) la asignación de calificaciones de emisor y de instrumentos; (viii) supuestos de la metodología; y (ix) limitaciones. En el Apéndice A, describimos la forma en que utilizamos la tarjeta de puntuación para obtener el resultado que allí se indica. El Apéndice B muestra una visión completa de los factores, subfactores y umbrales de la tarjeta de puntuación.

## Alcance de esta metodología

Esta metodología se aplica a gobiernos soberanos a nivel global.<sup>3</sup> Un soberano es el nivel más alto de gobierno de un país, y también nos referimos a él como gobierno central.

También calificamos bancos centrales con esta metodología.

## Descripción general del sector

La deuda soberana se utiliza para financiar operaciones del gobierno. La mayoría de los países emiten una combinación de bonos, letras y notas, y sus estructuras de deuda se basan en la profundidad del mercado de capitales, las condiciones del mercado y las preferencias de cada gobierno. En la gran mayoría de los mercados de capitales de deuda de todo el mundo, los gobiernos nacionales son los principales deudores, y su posición crediticia es un punto de referencia para otros emisores de deuda.

Los soberanos tienen autoridad ejecutiva, incluso para incurrir en deuda. Varias características distinguen a los soberanos de otros deudores. Estas incluyen: (i) la capacidad de un soberano para reducir los gastos o aumentar los ingresos fiscales para el servicio de la deuda insoluta; (ii) la ausencia de una autoridad superior que obligue a cancelar la deuda; y (iii) la alta probabilidad de supervivencia incluso después de un evento de incumplimiento, es decir, los países rara vez desaparecen.

Esta publicación no anuncia una acción de calificación crediticia. Para cualquier calificación crediticia a la que se hace referencia en esta publicación, por favor vea la pestaña de calificaciones en la página del emisor/entidad en [www.moody's.com](http://www.moody's.com) para consultar la información de la acción de calificación crediticia más actualizada y el historial de calificación.

<sup>3</sup> También podemos asignar techos país en moneda local y extranjera a bonos y otras obligaciones con el fin de facilitar la asignación de calificaciones a emisores domiciliados en el país o transacciones de finanzas estructuradas cuyos flujos de efectivo se generan principalmente a partir de activos o residentes locales. Para más información sobre los techos, consulte la metodología intersectorial que describe nuestro enfoque para asignar techos país en moneda local y extranjera a bonos y otras obligaciones. En la sección "Publicaciones relacionadas de Moody's", se encuentra una liga a un índice de nuestras metodologías intersectoriales y una liga a *Símbolos y definiciones de calificaciones*.

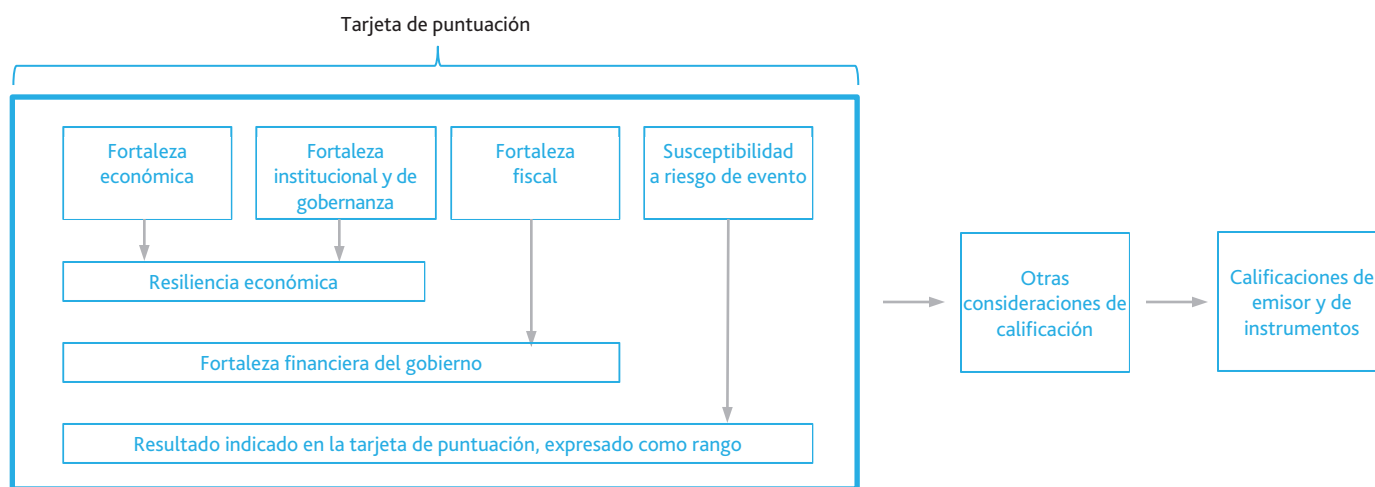
## Enfoque general para calificar soberanos

La tarjeta de puntuación en esta metodología de calificación está compuesta por cuatro factores: fortaleza económica, fortaleza institucional y de gobernanza, fortaleza fiscal y susceptibilidad a riesgo de evento. Algunos de los factores comprenden subfactores, indicadores y subsubfactores.

La tarjeta de puntuación está orientada a la calificación de emisor. Los resultados indicados en la tarjeta de puntuación se expresan como rangos de tres escalones en nuestra escala de calificación alfanumérica. La escala asignada se expresa en nuestra escala de calificación de 21 puntos y no siempre suele encontrarse dentro del rango de tres escalones.

FIGURA 1

### Enfoque general para calificar soberanos



Fuente: Moody's Investors Service.

## Estructura de la tarjeta de puntuación

La tarjeta de puntuación de esta metodología de calificación consta cuatro factores, los cuales comprenden algunos subfactores.

FIGURA 2

### Descripción general de la tarjeta de puntuación para calificaciones de bonos soberanos

| Factor                                                 | Subfactor                          | Ponderación del subfactor   | Indicador/Subsubfactor                                                                                | Ponderación del indicador/subsubfactor                                  |
|--------------------------------------------------------|------------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
| <b>Factor: Fortaleza económica</b>                     | Dinámica de crecimiento            | 35%                         | Crecimiento promedio del PIB real $t-4$ a $t+5$                                                       | 25%                                                                     |
|                                                        |                                    |                             | Volatilidad en el crecimiento del PIB real $t-9$ a $t$                                                | 10%                                                                     |
|                                                        | Escala de la economía              | 30%                         | PIB nominal (miles de millones de USD) $t$                                                            | 30%                                                                     |
|                                                        | Ingreso nacional                   | 35%                         | PIB per cápita (PPA, USD int.) $t$                                                                    | 35%                                                                     |
|                                                        | Ajuste a la puntuación del factor  | 0-9 escalones               | Otros                                                                                                 |                                                                         |
| <b>Factor: Fortaleza institucional y de gobernanza</b> | Calidad de las instituciones       | 40%                         | Calidad de las instituciones legislativas y ejecutivas                                                | 20%                                                                     |
|                                                        |                                    |                             | Fortaleza de la sociedad civil y el poder judicial                                                    | 20%                                                                     |
|                                                        | Eficacia de las políticas públicas | 60%                         | Eficacia de las políticas fiscales                                                                    | 30%                                                                     |
|                                                        |                                    |                             | Eficacia de las políticas monetarias y macroeconómicas                                                | 30%                                                                     |
|                                                        | Ajuste a la puntuación del factor  | 0-3 escalones               | Historial de incumplimiento y mora del gobierno                                                       |                                                                         |
| <b>Factor: Fortaleza fiscal</b>                        | Carga de la deuda                  | 50% <sup>1</sup>            | Deuda del gobierno general/PIB $t$                                                                    | 25%                                                                     |
|                                                        |                                    |                             | Deuda/Ingresos del gobierno general $t$                                                               | 25%                                                                     |
|                                                        | Asequibilidad de la deuda          | 50% <sup>1</sup>            | Pagos de intereses/Ingresos del gobierno general $t$                                                  | 25%                                                                     |
|                                                        |                                    |                             | Pagos de intereses del gobierno general/PIB $t$                                                       | 25%                                                                     |
|                                                        | Ajustes a la puntuación del factor | 0-6 escalones               | Tendencia de la deuda $t-4$ a $t+1$                                                                   |                                                                         |
|                                                        |                                    |                             | Deuda del gobierno general en moneda extranjera/Deuda del gobierno general $t$                        |                                                                         |
|                                                        |                                    |                             | Otras deudas del sector público no financiero/PIB $t$                                                 |                                                                         |
|                                                        |                                    |                             | Activos financieros del sector público y fondos soberanos de inversión/Deuda del gobierno general $t$ |                                                                         |
|                                                        |                                    |                             | Otros                                                                                                 |                                                                         |
|                                                        |                                    | 0-3 escalones               |                                                                                                       |                                                                         |
| <b>Factor: Susceptibilidad a riesgo de evento</b>      | Riesgo político                    | Función mínima <sup>2</sup> | Riesgo político interno y geopolítico                                                                 |                                                                         |
|                                                        | Riesgo de liquidez del gobierno    | Función mínima <sup>2</sup> | Facilidad de acceso al financiamiento                                                                 |                                                                         |
|                                                        |                                    |                             | 0-2 categorías de puntuación                                                                          | Ajuste a la puntuación del subfactor de alto riesgo de refinanciamiento |
|                                                        | Riesgo del sector bancario         | Función mínima <sup>2</sup> | Riesgo de evento crediticio del sector bancario (BSCE)                                                |                                                                         |
|                                                        |                                    |                             | Total de activos bancarios locales/PIB $t$                                                            |                                                                         |
|                                                        | Riesgo de vulnerabilidad externa   | Función mínima <sup>2</sup> | 0-2 categorías de puntuación                                                                          | Ajuste a la puntuación del subfactor                                    |
|                                                        |                                    |                             | Riesgo de vulnerabilidad externa                                                                      |                                                                         |
|                                                        | Ajuste a la puntuación del factor  | 0-2 escalones               | 0-2 categorías de puntuación                                                                          | Ajuste a la puntuación del subfactor                                    |
|                                                        |                                    |                             |                                                                                                       |                                                                         |

<sup>1</sup> Para más información sobre cómo pueden variar estas ponderaciones, consulte nuestro análisis sobre el tratamiento de los países con moneda de reserva y los países pobres muy endeudados (PPME)/Asociación Internacional de Fomento (AIF), el cual se encuentra en la sección "Fortaleza fiscal" de la metodología.

<sup>2</sup> El conjunto de riesgo político, riesgo de liquidez del gobierno, riesgo del sector bancario y riesgo de vulnerabilidad externa sigue una función mínima, es decir, cuando un área de riesgo justifica una evaluación de riesgo elevado, la susceptibilidad a riesgo de evento general del país se califica de acuerdo con ese nivel elevado específico.

Fuente: Moody's Investors Service.

Podemos ajustar ciertas puntuaciones de los factores o subfactores para incorporar consideraciones que pueden no reflejarse completamente en los indicadores de la tarjeta de puntuación o que tienen un impacto diferente para un emisor en particular que el indicado por las ponderaciones de la tarjeta de puntuación. Las puntuaciones ajustadas incorporan criterios analíticos adicionales, lo que refleja que la tarjeta de puntuación no siempre incorpora los matices del perfil crediticio de un soberano. En la sección "Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación", explicamos los factores típicos que determinan los ajustes. Consideramos estos factores y, en algunos casos, otros factores que afectan significativamente al soberano en su totalidad para llegar a una puntuación ajustada de los factores o subfactores. Algunos factores de ajuste están interrelacionados, pero tomamos una visión general de la puntuación de los factores o subfactores para evitar el doble conteo.

## Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación

En esta sección, explicamos nuestro enfoque general para asignar puntuaciones a cada factor o subfactor de la tarjeta de puntuación y describimos por qué los subfactores que utilizamos son importantes indicadores crediticios.

---

### **Factor: Fortaleza económica**

#### **Por qué es importante**

La fortaleza intrínseca de la economía proporciona indicios críticos de la resiliencia de un soberano a los choques. La capacidad de un soberano para generar ingresos suficientes para pagar su deuda a mediano plazo depende del crecimiento económico sostenido y la prosperidad, es decir, la riqueza.

La debilidad económica, ya sea repentina y severa o más leve, pero duradera, ha sido un factor decisivo en incumplimientos soberanos previos. Un deterioro de la competitividad externa, causada por un choque importante de los términos de intercambio o por un deterioro gradual que conduce a una pérdida de los ingresos de exportación, también es un indicador del riesgo de incumplimiento. Las grandes economías diversificadas y flexibles son mucho más resistentes a esos choques económicos que las economías más pequeñas, concentradas e inflexibles.

Los incumplimientos soberanos previos se han producido normalmente en un contexto de estrés económico severo y sostenido, lo que pone de relieve la importancia de la fortaleza económica de un soberano para reducir la probabilidad de incumplimiento en caso de choques adversos o crisis económicas severas o prolongadas.

Este factor comprende tres subfactores:

#### ***Dinámica de crecimiento***

Los niveles bajos o volátiles de crecimiento económico pueden, si se mantienen durante muchos años, agravar los problemas de capacidad de pago de la deuda y hacer que una carga elevada de la deuda sea insostenible. Un bajo nivel de crecimiento durante un período prolongado suele indicar dificultades para hacer frente a las limitaciones estructurales internas o externas del crecimiento. A su vez, un bajo crecimiento prolongado reduce el espacio para reformas económicas y fiscales, que a menudo implican costos económicos a corto plazo para obtener ganancias económicas y fiscales a más largo plazo. Mientras tanto, los soberanos que experimentan un crecimiento sólido y sostenido suelen estar en mejores condiciones de aplicar reformas crediticias positivas, mantener un fuerte rendimiento del presupuesto y administrar cargas relativamente elevadas de la deuda o revertir los aumentos de los indicadores de deuda causados por choques internos o externos. Además, la alta volatilidad del crecimiento afecta la creación de

riqueza y la competitividad, reduciendo la capacidad de la economía para resistir choques y la capacidad del gobierno para aplicar políticas estables y previsibles.

### *Escala de la economía*

La escala es un indicador importante de la diversidad y complejidad de una economía, lo que influye en gran medida en su capacidad para resistir choques y, por lo tanto, en la capacidad del soberano para generar flujos de ingresos estables para pagar su deuda. Por ejemplo, un país muy pequeño con una exposición competitiva, pero concentrada, a algunos sectores puede estar sujeto a cambios económicos abruptos, afectando la capacidad del soberano para recaudar ingresos dentro de la economía y, por lo tanto, su calidad crediticia. Una economía más amplia y diversa suele ser más resistente a los choques, lo que implica una mayor capacidad del gobierno para generar ingresos estables que respalden la deuda insoluta.

### *Ingreso nacional*

El ingreso nacional, que es la producción de una economía en relación con el tamaño de la población, es otro indicador del potencial de generación de ingresos de un soberano. Utilizamos el ingreso en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA) como medida del ingreso per cápita porque proporciona una mayor comparabilidad del nivel de poder adquisitivo asociado con ese ingreso per cápita en diferentes países y monedas. Un ingreso alto suele estar estrechamente correlacionado con un bajo riesgo de incumplimiento. Un ingreso más elevado suele indicar una mayor capacidad para absorber choques económicos o fiscales. El ingreso también puede ser un indicador de otras características sobre las que se basa la fortaleza económica de un soberano, incluido el grado subyacente de competitividad dentro de una economía, como la disponibilidad y la calidad de la población activa y el capital.

### **Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de dinámica de crecimiento**

#### **CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO REAL:**

Calculamos o estimamos el promedio de los niveles de crecimiento del producto interno bruto (PIB) real según un promedio de 10 años, que incluye el promedio de los cinco períodos anuales más recientes y nuestra estimación de crecimiento para los próximos cinco años.

#### **VOLATILIDAD DEL CRECIMIENTO DEL PIB REAL:**

Calculamos o estimamos la volatilidad del crecimiento del PIB real en función de la desviación estándar de los niveles de crecimiento del PIB real en los últimos 10 años.

### **Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de escala de la economía**

#### **PIB NOMINAL:**

Utilizamos el PIB nominal anual más reciente, denominado en miles de millones de dólares estadounidenses a los tipos de cambio del mercado.

### **Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de ingreso nacional**

#### **PRODUCTO INTERNO BRUTO PER CÁPITA:**

Utilizamos el PIB per cápita de fin de año más reciente en términos de paridad del poder adquisitivo (PPA), en dólares internacionales. Para los países en los que no tenemos estimaciones de los niveles de precios relativos, utilizamos como indicador el PIB per cápita, sin ajustar en función del nivel de precios.

## FACTOR

## Fortaleza económica

| Subfactor               | Indicador                                                               | Ponderación del indicador | aaa      | aa1             | aa2             | aa3             | a1              | a2              | a3              | baa1            | baa2            | baa3            | ba1             | ba2             | ba3            | b1            | b2            | b3            | caa1          | caa2          | caa3          | ca      |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------|---------------------------|----------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| Dinámica de crecimiento | Crecimiento promedio del PIB real (%)<br>t-4 a t+5 <sup>*1</sup>        | 25%                       | ≥ 5.7    | 5.3 - 5.7       | 4.9 - 5.3       | 4.4 - 4.9       | 4 - 4.4         | 3.7 - 4         | 3.3 - 3.7       | 3 - 3.3         | 2.6 - 3         | 2.3 - 2.6       | 2 - 2.3         | 1.8 - 2         | 1.6 - 1.8      | 1.3 - 1.6     | 1.1 - 1.3     | 0.9 - 1.1     | 0.7 - 0.9     | 0.5 - 0.7     | 0.3 - 0.5     | < 0.3   |
|                         | Volatilidad en el crecimiento del PIB real (%)<br>t-9 a t <sup>*2</sup> | 10%                       | ≤ 1.4    | 1.4 - 1.46      | 1.46 - 1.53     | 1.53 - 1.62     | 1.62 - 1.72     | 1.72 - 1.83     | 1.83 - 1.96     | 1.96 - 2.10     | 2.10 - 2.26     | 2.26 - 2.42     | 2.42 - 2.61     | 2.61 - 2.80     | 2.80 - 3.01    | 3.01 - 3.23   | 3.23 - 3.47   | 3.47 - 3.71   | 3.71 - 3.98   | 3.98 - 4.25   | 4.25 - 4.54   | > 4.54  |
| Escala de la economía   | PIB nominal (miles de millones de USD) <sub>t</sub> <sup>*3</sup>       | 30%                       | ≥ 1,000  | 750 - 1,000     | 600 - 750       | 450 - 600       | 330 - 450       | 250 - 330       | 190 - 250       | 140 - 190       | 100 - 140       | 80 - 100        | 60 - 80         | 45 - 60         | 35 - 45        | 26 - 35       | 20 - 26       | 15 - 20       | 10 - 15       | 8 - 10        | 6 - 8         | < 6     |
| Ingreso nacional        | PIB per cápita (PPA, USD internacional) <sub>t</sub> <sup>*4</sup>      | 35%                       | ≥ 48,000 | 42,000 - 48,000 | 37,000 - 42,000 | 32,000 - 37,000 | 27,500 - 32,000 | 24,500 - 27,500 | 21,000 - 24,500 | 19,000 - 21,000 | 16,000 - 19,000 | 14,000 - 16,000 | 12,000 - 14,000 | 10,750 - 12,000 | 9,500 - 10,750 | 8,000 - 9,500 | 7,000 - 8,000 | 6,200 - 7,000 | 5,500 - 6,200 | 4,700 - 5,500 | 4,100 - 4,700 | < 4,100 |

\*1 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 15%. Un valor del 15% o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es cero. Un valor de cero o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*2 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es cero. Un valor de cero o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 40. Un valor de 40 o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*3 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es de \$25,000 mil millones. Un valor de \$25,000 mil millones o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es de \$1,000 millones. Un valor de \$1,000 millones o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*4 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es de \$100,000. Un valor de \$100,000 o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es de \$1,000. Un valor de \$1,000 o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

Fuente: Moody's Investors Service.

### Ajustes en la puntuación del factor de fortaleza económica

Podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza económica cuando concluimos que los indicadores básicos de la tarjeta de puntuación no reflejan adecuadamente las fortalezas o debilidades relativas. Los ajustes a la puntuación del factor de fortaleza económica reflejan con mucha frecuencia nuestro criterio con respecto a (i) la flexibilidad; (ii) la diversidad; y (iii) la productividad de la economía; y (iv) los desafíos de la población activa, que consideramos factores clave que influyen en el nivel y la volatilidad del crecimiento a mediano plazo. También pueden reflejar otras consideraciones relevantes en nuestra evaluación de la puntuación del factor de fortaleza económica. Los ajustes pueden ser al alza o a la baja y se limitan a nueve escalones en total. Si bien puede haber varias consideraciones, solo hay un ajuste general.

Por lo general, es más probable que se realicen ajustes en el caso de países extremadamente grandes o pequeños, o países extremadamente ricos o pobres. Por ejemplo, podemos ajustar al alza la puntuación del factor de fortaleza económica cuando consideramos que una economía es inusualmente flexible o diversa para su escala, y cuando el tamaño de la economía, por lo tanto, subestima la resiliencia económica. Por lo general, esto solo ocurre en las economías más pequeñas, dado que la flexibilidad y diversidad de las grandes economías suelen reflejarse suficientemente en los indicadores básicos. Como contraejemplo, podemos ajustar a la baja la puntuación de la fortaleza económica para una economía de rápido crecimiento concentrada en un sector basado en productos básicos, ya que nuestros indicadores cuantitativos estándares podrían sobrestimar la resiliencia económica ante un choque proveniente de una única fuente (en este caso, el mercado de productos básicos en cuestión).

Para evaluar si es necesario hacer ajustes relacionados con la flexibilidad, la diversidad, la productividad, los desafíos de la población activa u otras consideraciones económicas, utilizamos un conjunto de indicadores relevantes a nivel global, cuyos ejemplos se presentan a continuación; sin embargo, los indicadores que son relevantes y están disponibles a nivel global pueden variar en el tiempo. Las comparaciones entre pares también sirven de base para nuestra evaluación. Por ejemplo, podemos diferenciar entre dos soberanos cuyos indicadores básicos reflejan una fortaleza económica similar, pero donde otros indicadores y criterios analíticos señalan diferencias importantes en los fundamentos económicos.

#### **FLEXIBILIDAD:**

Los países que tienen economías flexibles suelen adaptarse mejor a los choques, lo que a su vez respalda el crecimiento sostenible y, en última instancia, impulsa la prosperidad económica a largo plazo.

Por ejemplo, el grado de flexibilidad en los mercados de productos y trabajo ayuda a fundamentar nuestra evaluación de la capacidad de la economía para adaptarse a los cambios en las condiciones del mercado. Los mercados laborales que contribuyen a un amplio equilibrio entre la oferta y la demanda están en mejores condiciones de soportar las crisis redirigiendo la población activa hacia los sectores más eficientes. La legislación o los cambios regulatorios que pretenden aumentar la flexibilidad de las condiciones de empleo, como el tiempo de trabajo, los salarios y las prácticas de contratación o despido, pueden tener una influencia positiva en nuestra evaluación.

El alcance de las negociaciones salariales colectivas o descentralizadas también puede afectar la capacidad de adaptar las estructuras de costos a los cambios en las condiciones del mercado. Un mercado laboral más fungible, gracias al desarrollo de competencias intercambiables, también suele considerarse más flexible. La flexibilidad en la estructura productiva y en la asignación de recursos de un país, reflejada en las condiciones que respaldan un mercado competitivo de productos, contribuye a garantizar la comercialización eficiente de bienes y servicios, y también mejora la capacidad de una economía para adaptarse a los cambios. Los mercados financieros bien desarrollados y profundos pueden respaldar la reasignación de recursos entre los sectores y, por lo tanto, la flexibilidad de una economía.

Al evaluar la flexibilidad, normalmente tomamos en cuenta indicadores como el índice de competitividad global (ICG), incluidos los componentes que miden la eficiencia del mercado de bienes y trabajo, y el índice de desarrollo del mercado financiero del Foro Económico Mundial (WEF, por sus siglas en inglés).

**DIVERSIDAD:**

Podemos ajustar al alza la puntuación del factor de fortaleza económica cuando consideramos que una economía es inusualmente diversa para su escala y cuando el tamaño de la economía, por lo tanto, subestima la resiliencia económica. Además, los países con una mayor integración en las cadenas de suministro o en los mercados de los países de ingresos altos o con estructuras comerciales más complejas y, por lo tanto, de mayor valor añadido, pueden ser menos susceptibles a cambios en la demanda o el precio de sus productos o servicios, en igualdad de condiciones.

Por el contrario, una alta dependencia económica de un solo producto o servicio como porcentaje del PIB puede dar lugar a un ajuste a la baja. Por ejemplo, un país con una concentración particularmente grande de exportaciones de algunos productos, como lo indica el índice de diversificación de las exportaciones de productos de la Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (UNCTAD, por sus siglas en inglés), es vulnerable a un choque que afectaría la demanda de esos productos. Esta situación ocurre en países cuyo crecimiento o ingresos dependen en gran medida de la producción y exportación de un producto básico (o de un grupo de productos básicos altamente correlacionados). La exposición a un choque inesperado, pero posiblemente previsible, en la demanda de ese producto puede implicar una falta de resiliencia. El riesgo asociado con una gran concentración de productos básicos disminuye cuando un país produce un conjunto diverso de productos básicos cuyos movimientos de precios y tendencias de la demanda internacional presentan una correlación débil entre sí.

Por lo general, consideramos que un soberano depende en gran medida de los productos básicos cuando estos representan más de la mitad de todas las exportaciones, y las exportaciones representan más de una cuarta parte del PIB. Normalmente no aplicamos un ajuste a la baja sobre la base de una concentración elevada cuando la puntuación del factor de fortaleza económica antes de los ajustes ya es muy baja, dado que generalmente esperamos que la concentración sea captada por los indicadores básicos.

Al evaluar la diversidad, normalmente consideramos medidas generales de diversificación de la estructura de las exportaciones, como el índice de diversificación de las exportaciones de productos de la UNCTAD, y los indicadores del valor añadido o la sensibilidad de los precios de las exportaciones del país, como el indicador del desarrollo mundial (WDI, por sus siglas en inglés) para las exportaciones de productos a países de altos ingresos y el índice de complejidad económica del Observatorio de Complejidad Económica.

En el caso de los servicios, por lo general evaluamos la contribución al PIB de las principales categorías de servicios producidas en una economía, así como sus relaciones con otros sectores de la economía. Por ejemplo, un país cuya economía depende en gran medida de un sector de servicios (por ejemplo, el turismo o los servicios financieros) normalmente tendría una puntuación inferior en este factor. Por el contrario, los países que producen diversos tipos de servicios suelen mostrar una mayor resistencia a los choques adversos y tendrían una puntuación más alta.

Podemos ajustar al alza nuestra evaluación de la fortaleza económica en los casos poco frecuentes en los que un país se beneficia de una excesiva cantidad de recursos naturales no explotados, o esta consideración puede compensar el ajuste a la baja que de otro modo resultaría de una concentración poco habitual. Una gran cantidad de recursos naturales de fácil acceso y bajo costo puede permitir al soberano ajustar la producción para mitigar una crisis de precios, y ayudar a mantener el crecimiento económico a largo plazo.

Dada la incertidumbre inevitable sobre el grado en que las reservas aún no realizadas respaldarán el crecimiento en un futuro más lejano y sobre la capacidad del soberano para monetizarlas cuando sea necesario, normalmente limitamos a un máximo de dos escalones cualquier compensación del ajuste provocado por una concentración inusual. Sin embargo, cuando se prevé que las reservas comprobadas de petróleo o gas durarán más de 50 años o, sobre una base sostenible y prospectiva, las reservas comprobadas de otros productos básicos se encuentran aproximadamente en el percentil 15 entre los productores globales, y el costo de producción está en el decil más bajo o muy cerca de este entre los productores globales, podemos compensar totalmente el ajuste a la baja sugerido por la excesiva concentración económica en productos básicos.

**PRODUCTIVIDAD:**

La productividad de una economía, que refleja la eficiencia con que se utilizan los recursos productivos, como el trabajo y el capital, para alcanzar un determinado nivel de producción, es una fuente clave de competitividad y ayuda a impulsar la generación de riqueza. Los países que tienen niveles de productividad bajos o decrecientes generan menos riqueza y, por lo general, corren un mayor riesgo de tener menores perspectivas de crecimiento a largo plazo. Si consideramos que los indicadores de la tarjeta de puntuación subestiman o sobrestiman el potencial de productividad subyacente, podemos aplicar un ajuste al alza o a la baja a la puntuación del factor de fortaleza económica.

El crecimiento sostenido de la productividad tiene muchos factores, que incluyen la innovación, la infraestructura adecuada y una combinación de políticas económicas y sociales favorables. La capacidad para adoptar nuevas tecnologías respalda la productividad aumentando el nivel de producción del país para una mano de obra determinada. Una infraestructura deficiente puede dificultar el funcionamiento eficaz de la economía impidiendo el transporte de bienes y servicios, la libre circulación de la información a través de las redes de comunicación y la confiabilidad de los suministros de electricidad y energía. Las políticas económicas o sociales, como la inversión en competencias laborales y educación, pueden sostener o mejorar la productividad de un país.

Al evaluar la productividad, normalmente tomamos en cuenta los índices de infraestructura, innovación, educación superior y formación del WEF, así como las estimaciones de los cambios a más largo plazo en la productividad basados en el crecimiento promedio del PIB real per cápita a lo largo de 10 años.

**DESAFÍOS DE LA POBLACIÓN ACTIVA:**

En muchos países, los cambios demográficos y la evolución de la población activa pueden influir en el tamaño y la composición de la mano de obra de un país. Por ejemplo, un crecimiento negativo o lento de la población activa plantea desafíos en los recursos laborales y afecta el crecimiento a largo plazo. Del mismo modo, el envejecimiento de la mano de obra puede afectar la productividad laboral si no cuenta con el respaldo de soluciones tecnológicas o el desarrollo de competencias. Por el contrario, las tendencias positivas de la migración y la inclusión de la mujer en la población activa pueden, con el tiempo, respaldar el crecimiento de la mano de obra y su adaptabilidad.

Estas consideraciones, si bien son de más largo plazo, suelen ser una parte importante de nuestra evaluación de la capacidad de un soberano para expandir su economía de manera sostenible y fomentar la prosperidad económica.

Cuando se esperan grandes desafíos del mercado laboral, podemos reflejarlo en un ajuste a la baja de la puntuación del factor de fortaleza económica para dar cuenta que estas consideraciones de más largo plazo pueden no captarse adecuadamente en los indicadores de la tarjeta de puntuación.

Al evaluar los desafíos de la población activa, podemos considerar las estimaciones del crecimiento de la población activa de un país en la próxima década en comparación con los últimos 10 años, así como los indicadores que miden o estiman el grado de envejecimiento de una población.

#### OTROS:

En casos inusuales, también podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza económica al alza o a la baja en función de otras consideraciones. Algunos ejemplos de estas otras consideraciones pueden ser:

- » Podemos considerar ajustar la puntuación del factor a la baja cuando el crecimiento excesivo del crédito sugiere que los indicadores básicos de la tarjeta de puntuación aparentemente fuertes no serán sostenidos. Para evaluar la medida en que el crecimiento del crédito ha sido excesivo y no puede sostenerse, normalmente tomamos en cuenta los niveles absolutos de crecimiento del crédito, si este crecimiento se ha desviado sustancialmente de las estimaciones de su tendencia a largo plazo o si supera el crecimiento nominal del PIB durante un período sostenido. Por lo general, también evaluamos la severidad de un posible ciclo de auge y contracción del crédito en función del tamaño del choque crediticio interno en relación con el PIB. Si bien el nivel de deuda que un país puede sostener está vinculado a su nivel de riqueza, en general, cuanto mayor sea el tamaño del crédito interno como proporción del PIB, mayor será la posible severidad de un ciclo de auge y contracción del crédito. También podemos considerar si hay evidencia de un crecimiento excesivo de los precios de los activos, lo que podría conducir a una acumulación insostenible del crédito. Además, podemos ver más allá del crecimiento total del crédito y considerar los sectores que han tomado grandes préstamos, a fin de fundamentar nuestra evaluación de cuán excesivo es el crecimiento del crédito. Normalmente consideramos si existen regulaciones macroprudenciales que puedan frenar el crecimiento excesivo del crédito o mitigar el impacto.
- » Además, podemos ajustar la puntuación de los factores cuando una economía está experimentando un cambio estructural, ya sea positivo o negativo, que los indicadores retrospectivos no logran captar. Por ejemplo, una economía basada en productos básicos puede experimentar profundos cambios estructurales como consecuencia del agotamiento de los recursos naturales. Como contraejemplo, las políticas encaminadas a respaldar la diversificación económica pueden apuntar a un crecimiento más equilibrado y sostenido en el futuro. Dado que un cierto grado de cambio estructural suele ser una característica constante de muchas economías, por lo general, ajustamos la puntuación de los factores sobre una base prospectiva solo cuando vemos que los cambios están profundamente arraigados.
- » Por ejemplo, cuando hay extremos de ingreso nacional o pobreza, podemos considerar que los indicadores básicos subestiman o sobrestiman la fortaleza económica de un soberano en relación con sus pares e indican un colchón significativamente inferior o superior para absorber choques internos y externos. Por ejemplo, las jurisdicciones pequeñas que actúan como centros extraterritoriales pueden indicar niveles de ingresos per cápita superiores a los que en realidad estarían disponibles para absorber choques. En tales circunstancias, podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza económica al alza o a la baja en relación con la puntuación de los indicadores básicos y otros ajustes en la tarjeta de puntuación.
- » Como último ejemplo, nos referimos a los soberanos particularmente expuestos al cambio climático. Las pérdidas económicas y la volatilidad de los ingresos como resultado de desastres naturales frecuentes y severos se toman en cuenta en gran medida en los indicadores prospectivos de la tarjeta de puntuación en los que tenemos visibilidad, pero también pueden evaluarse cualitativamente.

## Factor: Fortaleza institucional y de gobernanza

### Por qué es importante

La fortaleza de las instituciones y de la gobernanza son determinantes importantes de la calidad crediticia de un soberano porque influyen en la previsibilidad y estabilidad del entorno legal y regulatorio, lo cual es importante para los inversores. Las instituciones y la gobernanza son un claro indicio de la disposición de un gobierno para pagar su deuda. Influyen en la capacidad y la disposición del soberano para formular y aplicar políticas económicas, fiscales y monetarias que apoyen el crecimiento, la estabilidad socioeconómica y la sostenibilidad fiscal, que a su vez protegen los intereses de los acreedores a largo plazo.

Definimos el marco institucional y de gobernanza de un país en términos generales para incluir a todos los participantes, tanto estatales como no estatales, que participan en la formación y aplicación de reglas y normas y en el proceso de formulación de políticas. También forman parte del marco institucional y de gobernanza de un país los controles y los balances que permiten que las políticas y otras acciones públicas sean examinadas y estén basadas en comentarios.

Ha habido un claro vínculo entre las debilidades institucionales y los incumplimientos soberanos, que surgen en parte de una menor disposición de los gobiernos para pagar, pero también porque las debilidades institucionales intensifican otras debilidades crediticias, como los desafíos de crecimiento estructural o la acumulación de grandes cantidades de deuda que influyen en la capacidad de pago del soberano.

Este factor comprende dos subfactores:

### *Calidad de las instituciones*

Los aspectos básicos de la calidad de las instituciones de un soberano son: (i) la calidad de sus instituciones legislativas y ejecutivas; y (ii) la fortaleza de la sociedad civil y del poder judicial.

Las instituciones legislativas y ejecutivas transparentes, predecibles y sólidas son factores importantes que determinan la fortaleza del perfil crediticio de un soberano. Cuando las instituciones legislativas y ejecutivas son débiles, y el desarrollo y la aplicación de leyes, reglas y normas sociales son imprevisibles, poco transparentes y poco fiables, la posición de los inversores ante la deuda soberana es, por consiguiente, más incierta y de mayor riesgo crediticio. En este contexto, la capacidad administrativa y legislativa tiende a ser más débil, con implicaciones negativas a largo plazo para el crecimiento, la deuda y la confianza de los inversores.

La fortaleza del poder judicial y, en términos más generales, de la sociedad civil también es importante porque estas instituciones pueden ser un medio de control de los legisladores o ejecutivos de un país. Hacen cumplir el imperio de la ley, controlan la corrupción y refuerzan las normas de una manera que normalmente protege los intereses de los acreedores y apoya la formulación de políticas eficaces.

Cuando el entorno general de aplicación es débil, los mecanismos de gobernanza suelen ser menos eficaces y la adherencia al imperio de la ley y a las normas de la sociedad es más incierta, lo que socava la fortaleza general del entorno de negocios, incluida la cultura de pago que prevalece en un país determinado.

### *Eficacia de las políticas públicas*

La disposición y la capacidad de las instituciones de un país para diseñar y aplicar políticas que fomenten la fortaleza económica y fiscal son aspectos importantes del perfil crediticio de un soberano.

Los soberanos que presentan falta de estabilidad política o débil capacidad para legislar políticas suelen mostrar una mayor inercia económica y les resulta más difícil adaptarse a cambios o choques, una consideración relevante para las economías políticas en todas las etapas de desarrollo. Por ejemplo, las economías emergentes que no han mejorado suficientemente la calidad de sus instituciones legislativas y ejecutivas pueden tener dificultades para diseñar y aplicar planes económicos y sociales plurianuales y, en términos más generales, para liberar el potencial de crecimiento del país.

De manera similar, en las economías desarrolladas, la inercia de la reforma, que puede resultar de una falta de consenso, la inestabilidad en torno al diseño de las políticas socioeconómicas o de la complejidad y rigidez del proceso legislativo, puede disminuir la adaptabilidad de estas economías al deterioro de la competitividad y a otros desafíos estructurales.

Nuestra evaluación de la eficacia de las políticas públicas se centra en dos aspectos básicos: (i) la eficacia de las políticas fiscales; y (ii) la eficacia de las políticas monetarias y macroeconómicas.

Las políticas fiscales eficaces apoyan la sostenibilidad de la deuda a mediano plazo y crean capacidad fiscal durante los períodos de expansión económica que permite a un país hacer frente a crisis cíclicas inevitables, la materialización de pasivos contingentes u otros desafíos fiscales previsibles sin perjudicar la calidad crediticia del gobierno de manera permanente. La capacidad de mantener una política fiscal positiva en términos crediticios a lo largo del tiempo también puede apoyar la confianza de los inversores, lo que mejora la asequibilidad de la deuda. Los inversores suelen dar mucha importancia a la sostenibilidad de la deuda pública, ya que las señales de que un gobierno no tiene la fortaleza fiscal suficiente para desempeñar su función socioeconómica o para proteger a la economía de los choques pueden debilitar la confianza empresarial y la inversión.

Prevenir y corregir los desequilibrios macroeconómicos mediante políticas monetarias y macroeconómicas sólidas es fundamental para apoyar el crecimiento económico sostenible a largo plazo. Puede haber desequilibrios macroeconómicos incluso en las economías más desarrolladas, los cuales pueden debilitar la competitividad y afectar la cohesión social con el tiempo. Estos desequilibrios pueden ser de muchas formas, dependiendo de la etapa de desarrollo de una economía y de las características fundamentales del modelo económico de un país. Entre ellas figuran la alta inflación, la volatilidad de los flujos de divisas y de inversiones, los elevados déficits de cuenta corriente, el endeudamiento externo insostenible y las burbujas de los precios de los activos.

### **Método de evaluación para la tarjeta de puntuación — Subfactor de calidad de las instituciones**

#### **CALIDAD DE LAS INSTITUCIONES LEGISLATIVAS Y EJECUTIVAS:**

Evaluamos este subfactor cualitativamente en función de la calidad de las acciones públicas que observamos, tanto a nivel legislativo como ejecutivo. Sin embargo, presentamos nuestra evaluación cualitativa utilizando una serie de indicadores cuantitativos. Los indicadores globales de gobernanza (WGI, por sus siglas en inglés) para la calidad regulatoria y la eficacia de la gobernanza son consideraciones principales en nuestra evaluación. Más allá de estos datos, nuestra evaluación incorpora nuestra visión a futuro de otras consideraciones, como la eficiencia de la gobernanza y la administración pública, las limitaciones de la capacidad institucional (generalmente más frecuentes en países muy pequeños), la presentación de datos, la capacidad de traducir políticas públicas en leyes y si los órganos independientes tienen participación en la formulación de políticas.

Nuestra visión de la eficacia de la acción gubernamental también está impulsada por la calidad de la administración pública, dado que su función es clave para la formulación y la aplicación de la política gubernamental. La falta de personal o una mano de obra poco calificada del sector público suele limitar la eficacia del gobierno. Del mismo modo, la presentación de datos poco frecuente y limitada y las revisiones importantes pueden indicar un entorno institucional más débil.

Debido a recursos humanos y financieros más limitados, los países muy pequeños suelen verse limitados en su capacidad para planificar y ejecutar políticas públicas a nivel legislativo y ejecutivo. Como resultado, normalmente no asignamos la puntuación más alta de este subfactor a soberanos muy pequeños.

OUTDATED  
METHODOLOGY

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                    | Subsubfactor                                           | Ponderación del subsubfactor | Ponderación del subfactor                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                              |                                                        |                              | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Calidad de las instituciones | Calidad de las instituciones legislativas y ejecutivas | 20%                          | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno superiores a 1.5.</p> <p>Las políticas públicas se legislan y aplican con el apoyo de una administración pública altamente profesional, dotada de buen personal y altamente capacitada, con una fortaleza de recursos humanos excepcionalmente profunda.</p> <p>Estas instituciones han demostrado la flexibilidad necesaria para hacer frente a cambios en las circunstancias y pueden absorber choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco constitucional bien desarrollado que es transparente y previsible.</p> <p>Los conjuntos de datos son oportunos, estables, completos y se proporcionan para todos los niveles de gobierno (central, regional, local y seguro social).</p> <p>Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, tienen una fuerte participación en el proceso de formulación de políticas.</p> | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre 1.5 y 1.0.</p> <p>Las políticas públicas se legislan y aplican con el apoyo de una administración pública generalmente profesional y capaz, aunque en algunos casos podría enfrentar escasez de competencias en algunas áreas o limitaciones de capacidad debido al tamaño del país.</p> <p>Estas instituciones pueden absorber choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, pero pueden ser lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco constitucional bien desarrollado que es transparente y previsible.</p> <p>En general, la presentación de datos es exhaustiva, pero puede no ser oportuna o estar sujeta a grandes revisiones.</p> <p>Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, tienen una fuerte participación en el proceso de formulación de políticas.</p> | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre 1.0 y 0.5.</p> <p>Las políticas públicas se legislan y aplican con el apoyo de una administración pública generalmente profesional y capaz, aunque en algunos casos podría enfrentar escasez de competencias en algunas áreas o limitaciones de capacidad debido al tamaño del país.</p> <p>Estas instituciones pueden absorber choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, pero pueden ser lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que es generalmente transparente y previsible.</p> <p>En general, la presentación de datos es exhaustiva, pero puede no ser oportuna o estar sujeta a grandes revisiones.</p> <p>Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, son un elemento más en el proceso de formulación de políticas.</p> | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre 0.5 y 0.0.</p> <p>La administración pública cuenta con un núcleo de profesionales altamente capacitados y cualificados, pero la fortaleza de los recursos humanos no es particularmente profunda. Como resultado, a veces puede tener dificultades para apoyar la creación y aplicación de políticas.</p> <p>Por lo general, estas instituciones tienen dificultades para responder antes de choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, y son lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que es generalmente transparente y previsible.</p> <p>La presentación de datos es sistemática, pero no exhaustiva, y puede estar sujeta a demoras y revisiones importantes. También puede haber preguntas recurrentes sobre la confiabilidad de los datos. No se reportan datos fiscales para los niveles de gobierno más bajos (regional, local y seguro social).</p> | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre -0.5 y 0.0.</p> <p>La administración pública cuenta con un núcleo de profesionales altamente capacitados y cualificados, pero la fortaleza de los recursos humanos no es particularmente profunda. Como resultado, a veces puede tener dificultades para apoyar la creación y aplicación de políticas.</p> <p>Por lo general, estas instituciones tienen dificultades para responder antes de choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, y son lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que puede ser poco transparente e impredecible.</p> <p>La presentación de datos es sistemática, pero no exhaustiva, y puede estar sujeta a demoras y revisiones importantes. También puede haber preguntas recurrentes sobre la confiabilidad de los datos. No se reportan datos fiscales para los niveles de gobierno más bajos (regional, local y seguro social).</p> | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre -1.0 y -0.5.</p> <p>La administración pública a menudo tiene dificultades para apoyar la formulación y aplicación de políticas. Acumula mora del gobierno.</p> <p>Estas instituciones tienen dificultades para hacer frente a cambios en las circunstancias y tienen poca o ninguna capacidad para absorber choques sin generar inestabilidad social, fiscal y/o económica.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que puede ser poco transparente e impredecible.</p> <p>La presentación de datos de los principales indicadores fiscales y económicos suele ser anual, puede ser errática, o la recopilación y el suministro de datos se ven afectados negativamente por la influencia política durante el proceso de recopilación y presentación de informes.</p> <p>Los órganos políticamente independientes no tienen una participación significativa en el proceso de formulación de políticas.</p> | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre -1.5 y -1.0.</p> <p>La administración pública a menudo tiene dificultades para apoyar la formulación y aplicación de políticas. Acumula mora del gobierno.</p> <p>Estas instituciones tienen dificultades para hacer frente a cambios en las circunstancias y tienen poca o ninguna capacidad para absorber choques sin generar inestabilidad social, fiscal y/o económica.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco legal que es poco transparente e impredecible.</p> <p>La presentación de datos de los principales indicadores fiscales y económicos suele ser anual, puede ser errática, o la recopilación y el suministro de datos se ven afectados negativamente por la influencia política durante el proceso de recopilación y presentación de informes.</p> <p>No hay participantes políticamente independientes que intervengan en el proceso de formulación de políticas.</p> | <p>Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno inferiores a -1.5.</p> <p>La administración pública carece de conocimientos técnicos en algunas áreas claves y a menudo no cumple sus funciones. Muestra una débil disposición para pagar a los acreedores y acumula una mora importante del gobierno.</p> <p>Estas instituciones tienen dificultades para hacer frente incluso a la administración diaria del país y a las necesidades económicas y de seguridad fundamentales de la población.</p> <p>La creación de leyes se realiza en un marco legal que es poco transparente e impredecible.</p> <p>Faltan conjuntos de datos claves y son poco confiables.</p> <p>No hay participantes políticamente independientes que intervengan en el proceso de formulación de políticas.</p> |

FACTOR

Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor | Subsubfactor | Ponderación del subsubfactor | aaa | aa | a | baa                                                                                                                                               | ba                                                                                                                            | b | caa | ca |
|-----------|--------------|------------------------------|-----|----|---|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|-----|----|
|           |              |                              |     |    |   | Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, son un elemento más en el proceso de formulación de políticas. | Los órganos políticamente independientes no tienen una participación significativa en el proceso de formulación de políticas. |   |     |    |

Fuente: Moody's Investors Service

## Método de evaluación para la tarjeta de puntuación — Subfactor de calidad de las instituciones

### FORTALEZA DE LA SOCIEDAD CIVIL Y EL PODER JUDICIAL:

Nos centramos en los resultados institucionales, no en la forma de gobierno, es decir, en la capacidad y la disposición de los soberanos para observar y hacer cumplir las leyes y normas de una manera que apoye la calidad crediticia general del gobierno y los intereses de los tenedores de bonos.

Evaluamos este subfactor en términos cualitativos, principalmente sobre la base de la fortaleza del imperio de la ley del soberano, incluidos el sistema judicial y el papel de las instituciones de la sociedad civil. Sin embargo, en general presentamos nuestra evaluación cualitativa utilizando medidas cuantitativas, a saber, los indicadores globales de gobernanza para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción. Más allá de esos indicadores, nuestra evaluación incorpora nuestra visión prospectiva de ciertas consideraciones, que incluyen la aplicación de las leyes, el equilibrio y la separación de poderes entre el poder judicial y el gobierno, la prevalencia de la corrupción, la eficacia de los procesos judiciales y legales y la capacidad de la sociedad civil para servir de control del ejercicio de poder del gobierno.

En nuestra evaluación general de este subfactor también tomamos en cuenta nuestra opinión respecto de la coherencia y la previsibilidad de la aplicación de la ley, incluso con respecto al propio gobierno y a los funcionarios públicos. En general, consideramos que la aplicación pública eficaz es una condición previa para la aplicación de mecanismos privados, como los derechos contractuales, que requieren que las leyes públicas funcionen de manera previsible. Un historial de aplicación de las leyes tardía, parcial o nula suele indicar una previsibilidad limitada de la aplicación en sectores públicos y privados y puede afectar de manera negativa nuestra evaluación de la puntuación de este subfactor.

Otro factor importante de la fortaleza de la aplicación de las leyes es la existencia de instituciones judiciales que tienen una influencia significativa en el gobierno y son independientes de él. Cuando las instituciones judiciales están sujetas a un gran grado de interferencia del gobierno o tienen, por ley o debido a limitaciones de capacidad, poco control sobre el cumplimiento de la ley por parte del gobierno, es probable que las obligaciones legales o los acuerdos contractuales entre otras partes interesadas privadas y públicas no sean fáciles de aplicar.

La corrupción afecta negativamente nuestra visión de la calidad de las instituciones soberanas y el gobernanza. La existencia de corrupción puede reflejar la falta de aplicación de la ley o de incentivos para cumplirla. También puede influir en otras características crediticias, como la capacidad del gobierno para recaudar ingresos de manera efectiva o, en términos más generales, en los niveles de crecimiento de la economía. Normalmente asignamos puntuaciones más bajas a este subfactor cuando la corrupción es generalizada o afecta la formulación de políticas, el entorno empresarial o la cohesión social.

Nuestra opinión sobre la calidad del poder judicial también se ve influida por una evaluación de su imparcialidad y eficacia en la aplicación de la ley y la solución de controversias. Por ejemplo, consideramos si el poder judicial funciona con leyes que facilitan la ejecución de los contratos y se benefician de recursos humanos y financieros suficientes para ser eficaces. Un historial de parcialidad en las decisiones judiciales, por ejemplo, en favor de un grupo socioeconómico, étnico o religioso específico o de un sector determinado (p. ej., grandes empresas de propiedad del gobierno) no refleja, por lo general, fundamentos y prácticas sólidos en materia de aplicación de la ley.

La sociedad civil puede desempeñar un papel importante en la configuración de la aplicación de las leyes y normas y puede ser un medio de control del ejercicio de poder del gobierno. La capacidad para expresar inquietudes respecto del imperio de la ley y ejercer influencia en la política gubernamental para promover la buena gobernanza se considera positivamente en nuestra evaluación de la puntuación del subfactor.

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                    | Subsubfactor                                       | Ponderación del subsubfactor |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|------------------------------|----------------------------------------------------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                              |                                                    |                              | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Calidad de las instituciones | Fortaleza de la sociedad civil y el poder judicial | 20%                          | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser superiores a 1.5. La aplicación de las leyes es muy previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Se mantiene de manera coherente y confiable un equilibrio eficaz de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno, y se mantiene y se respeta la independencia judicial. Hay pocos casos de corrupción que actúan en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales, los contratos se ejecutan y los asuntos legales se resuelven a tiempo. Las instituciones de la sociedad civil sirven sistemáticamente como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno. | En general, tienen puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción que suelen ser de entre 1.5 y 1.0. La aplicación de las leyes es muy previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Se mantiene de manera coherente y confiable un equilibrio eficaz de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno, y se mantiene y se respeta la independencia judicial. Hay pocos casos de corrupción que actúan en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales, los contratos se ejecutan y los asuntos legales se resuelven a tiempo. Las instituciones de la sociedad civil sirven sistemáticamente como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno. | En general, tienen puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción que suelen ser de entre 1.0 y 0.5. La aplicación de las leyes suele ser previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Por lo general, se mantiene un equilibrio efectivo de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno. Sin embargo, no siempre se mantiene la independencia judicial. La corrupción puede ser un problema que actúa en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales y los contratos se ejecutan, pero a menudo se tarda mucho tiempo en resolver un caso en los tribunales. Las instituciones de la sociedad civil suelen servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre 0.5 y 0.0. La aplicación de las leyes suele ser previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Por lo general, se mantiene un equilibrio efectivo de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno. Sin embargo, no siempre se mantiene la independencia judicial. La corrupción puede ser un problema que actúa en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales y los contratos se ejecutan, pero a menudo se tarda mucho tiempo en resolver un caso en los tribunales. Las instituciones de la sociedad civil suelen servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre 0.0 y -0.5. La aplicación de las leyes a veces es impredecible e incoherente. Los controles del ejercicio de poder del gobierno no se aplican coherentemente. El poder judicial está sujeto a influencia política en una forma que afectan el clima empresarial u otros aspectos del perfil crediticio del soberano. La corrupción es un desafío estructural importante que afecta la formulación de políticas, la estabilidad económica y/o la cohesión social. Hay evidencia de parcialidad judicial y dificultades en la ejecución de contratos. Hay instituciones de la sociedad civil, pero les resulta difícil servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre -0.5 y -1.0. La aplicación de las leyes a veces es impredecible e incoherente. Los controles del ejercicio de poder del gobierno no se aplican coherentemente. El poder judicial está sujeto a influencia política en una forma que afectan el clima empresarial u otros aspectos del perfil crediticio del soberano. La corrupción es un desafío estructural importante que afecta la formulación de políticas, la estabilidad económica y/o la cohesión social. Hay evidencia de parcialidad judicial y dificultades en la ejecución de contratos. Hay instituciones de la sociedad civil, pero les resulta difícil servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre -1.0 y -1.5. La aplicación de las leyes suele ser impredecible e incoherente. Hay pocos controles formales sobre el ejercicio de poder del gobierno o el poder judicial no es independiente. La corrupción es endémica y afecta a un amplio rango de opciones de políticas públicas. El sistema judicial es ineficaz. Las instituciones de la sociedad civil o bien no existen o tienen poca repercusión perceptible en el ejercicio de poder del gobierno. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser inferiores a -1.5. La aplicación de las leyes suele ser impredecible e incoherente. Hay pocos controles formales sobre el ejercicio de poder del gobierno o el poder judicial no es independiente. La corrupción es endémica y afecta a un amplio rango de opciones de políticas públicas. El sistema judicial es ineficaz. Las instituciones de la sociedad civil o bien no existen o tienen poca repercusión perceptible en el ejercicio de poder del gobierno. |

Fuente: Moody's Investors Service.

## Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de eficacia de las políticas públicas

### EFICACIA DE LAS POLÍTICAS FISCALES:

Evaluamos este subfactor cualitativamente en función de la trayectoria de la deuda pública a lo largo de los ciclos, los balances fiscales y el desempeño fiscal frente a los planes presupuestarios, la planificación a mediano plazo, la transparencia en la presentación de informes de cuentas gubernamentales y la administración de la deuda. Nuestra evaluación del subfactor toma en cuenta la eficacia de las políticas fiscales durante un período sostenido.

Al evaluar la trayectoria de la deuda pública a lo largo de los ciclos, consideramos los niveles históricos y previstos de deuda pública<sup>4</sup> como porcentaje del PIB a lo largo de varios ciclos económicos. Una mayor eficacia fiscal suele asociarse con niveles de deuda estables o decrecientes a lo largo del tiempo. Si bien se espera que, en momentos de recesión o crisis, los niveles de deuda puedan aumentar normalmente debido a la reducción de los niveles de ingresos y a la expansión del presupuesto para apoyar la recuperación, la capacidad de un gobierno para contener aumentos y reconstruir posteriormente la capacidad para absorber choques mediante la reducción de la carga de la deuda es un indicio clave de su eficacia fiscal. Por el contrario, los soberanos que presentan grandes cargas de deuda o aumentos constantes de los niveles de deuda a lo largo de varios ciclos económicos suelen tener puntuaciones más bajas en este subfactor.

La trayectoria de los saldos del presupuesto es también un indicador importante en nuestra evaluación de la eficacia de las políticas fiscales. Los gobiernos que tienen presupuestos posestructurales,<sup>5</sup> equilibrados o con superávit suelen tener una mayor capacidad de planificación presupuestaria con flexibilidad incorporada. La flexibilidad en el diseño del presupuesto es fundamental para mitigar las desviaciones económicas y los eventos que se producen por única vez. Los soberanos con una eficacia fiscal más débil suelen tener presupuestos más rígidos que hacen más difícil adaptarse a cambios en las circunstancias económicas mediante la obtención de ingresos adicionales o la reducción de gastos. Del mismo modo, los problemas en materia de recaudación de impuestos suelen indicar el desarrollo de capacidades administrativas o, como puede ser el caso de la evasión fiscal, la falta de una aplicación efectiva de los impuestos por parte de las instituciones fiscales. Estas características en general son congruentes con una puntuación baja en este subfactor.

La existencia de objetivos fiscales o techos de gastos y el cumplimiento consistente de esos objetivos o techos a lo largo de varios ciclos políticos suele indicar mayor solidez en la formulación y aplicación de políticas fiscales. Los objetivos fiscales o los techos de gastos son herramientas presupuestarias útiles para fomentar la disciplina fiscal y la eficiencia del gasto. Un historial de cumplimiento de los objetivos o límites suele considerarse positivamente en nuestra evaluación, en la medida en que están diseñados para mantener un buen desempeño fiscal o para mejorar la trayectoria fiscal. La ausencia de normas fiscales declaradas no indica necesariamente una menor eficacia de las políticas. Nuestro principal enfoque analítico se centra en el historial de prudencia fiscal y en nuestras expectativas con respecto al desempeño presupuestario y la administración de la deuda a mediano plazo.

Si bien un factor importante de nuestra evaluación es la flexibilidad para ajustar los ingresos y gastos a fin de mitigar circunstancias imprevistas, también es de fundamental importancia la planificación de la política fiscal a mediano plazo. Una sólida planificación plurianual suele ir acompañada de un mejor desempeño fiscal a largo plazo. En particular, los cambios frecuentes en la combinación de políticas como reacción a acontecimientos imprevistos o no planificados, como partidas de gastos individuales grandes y repentinas (p. ej., gastos de capital), pueden apoyar la trayectoria fiscal a corto plazo, pero socavar la eficacia de los objetivos de política fiscal a más largo plazo. La existencia de órganos independientes que forman parte del

<sup>4</sup> Para más detalles sobre el perímetro de la deuda pública, consulte la sección "Factor: fortaleza fiscal".

<sup>5</sup> El presupuesto estructural es una estimación del saldo presupuestario nominal ajustado por el componente cíclico, excluidas las medidas por única vez y temporales.

proceso de elaboración del presupuesto mediante una función de consulta o revisión suele considerarse positivamente en nuestra evaluación de la calidad de las prácticas de planificación presupuestaria.

La transparencia y la calidad de las cuentas gubernamentales, para todos los niveles de gobierno, son determinantes importantes de una planificación presupuestaria eficaz. La disponibilidad de datos completos, precisos y recientes sobre las cuentas gubernamentales respalda a las autoridades presupuestarias y a las partes interesadas relacionadas (incluidos los órganos externos independientes) en el diseño de políticas fiscales sólidas. Los soberanos con mayor calidad de información suelen reportar cuentas presupuestarias mensuales (en efectivo) y cuentas presupuestarias anuales o trimestrales de devengo, así como balances del gobierno, incluidos los pasivos contingentes y otras partidas fuera del balance. El perímetro de las cuentas también suele estar claramente definido. Si bien los estándares contables pueden ser complejos y evolucionar con el tiempo, lo que lleva a revisiones *ex post* del desempeño fiscal y los niveles de deuda, un historial de revisiones frecuentes e importantes en cuentas presupuestarias anteriores suele influir negativamente en nuestra evaluación de la eficacia fiscal de un soberano.

Nuestra visión de la eficacia fiscal también depende de la calidad de la administración de la deuda pública. Normalmente, los soberanos con una puntuación más alta en este subfactor tienen una unidad o departamento específico que se encarga de la administración de la deuda pública. Por lo general, las políticas bien estructuradas de administración de la deuda tienen por objeto garantizar el acceso confiable al financiamiento, por ejemplo, mediante emisiones frecuentes entre vencimientos y mediante la diversificación de las fuentes de financiamiento, limitando al mismo tiempo el costo del servicio y el riesgo de refinanciamiento. Las estrategias de mitigación suelen estar bien articuladas. Las prácticas más sólidas de administración de la deuda también suelen incluir la presentación regular de reportes públicos sobre información financiera clave, planificación y políticas públicas. Los indicios de prácticas más débiles de administración de la deuda, por lo general, incluyen la ausencia o la escasez de profesionales especializados; la falta de planes y políticas formales o deficientes de administración de la deuda, por ejemplo, caracterizadas por la ausencia de una estrategia plurianual (que tenga en cuenta, por ejemplo, el tipo de inversor, los vencimientos y las monedas), o prácticas basadas en datos insuficientes, por ejemplo, sobre futuras necesidades de financiamiento.

También podemos considerar cualquier beneficio material que un país pueda obtener de su participación en un programa de asistencia externa, como el Fondo Monetario Internacional (FMI) o el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE), o la cooperación con otras instituciones como la UE o el Banco Mundial, donde vemos un impacto crediticio positivo de larga duración. Las medidas que los legisladores pueden aplicar bajo los auspicios de estas instituciones pueden tener un impacto positivo en todas las dimensiones incluidas en nuestro factor de fortalecimiento institucional y de gobernanza, pero el mayor impacto normalmente sería dentro de la eficacia de la política fiscal y de la política monetaria y macroeconómica. Al evaluar los beneficios institucionales que los gobiernos pueden derivar de estos programas, también tomamos en cuenta la capacidad de los gobiernos para mantener los beneficios una vez que la participación en el programa haya terminado.

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                          | Subsubfactor                       | Ponderación del subsubfactor | Ponderación del subsubfactor                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
|------------------------------------|------------------------------------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                    |                                    |                              | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Eficacia de las políticas públicas | Eficacia de las políticas fiscales | 30%                          | Durante varios ciclos, la deuda/PIB puede haber aumentado en momentos de recesión, pero luego puede haber disminuido en periodos de crecimiento normal o alto.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Durante varios ciclos, la deuda/PIB puede haber aumentado en momentos de recesión, pero luego puede haber disminuido en periodos de crecimiento normal o alto.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado en momentos de recesión, pero luego disminuirá lentamente en periodos de crecimiento normal o alto.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado en momentos de recesión, pero luego disminuirá lentamente en periodos de crecimiento normal o alto.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado de manera considerable en momentos de recesión, sin disminuciones significativas en periodos de crecimiento normal o alto.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado de manera considerable en momentos de recesión, sin disminuciones significativas en periodos de crecimiento normal o alto.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado de manera considerable en momentos de recesión, sin disminuciones significativas en periodos de crecimiento normal o alto.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Durante varios ciclos, la deuda/PIB habrá aumentado de manera insostenible.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | Durante varios ciclos, la deuda/PIB habrá aumentado de manera insostenible.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|                                    |                                    |                              | Por lo general, el presupuesto se encuentra en un equilibrio estructural o superávit, medido por organizaciones internacionales, y esperamos que continúe de ese modo. Se cumplen o superan los objetivos fiscales o los techos de gastos. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo es muy sólido. Los ingresos y los gastos son muy estables, y un periodo de debilidad económica significativa no genera desviaciones materiales y duraderas del plan. Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, incluidas las garantías y otros pasivos contingentes. La deuda está bien estructurada y la emisión es previsible, con estrategias de mitigación de riesgos extremadamente sólidas. | Por lo general, el presupuesto se encuentra en equilibrio estructural o tiene un pequeño déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con una carga estable de la deuda. La estructura de ingresos y gastos públicos es relativamente flexible, y la evasión fiscal no es un problema importante para la formulación de políticas fiscales. Se cumplen o superan los objetivos fiscales o los techos de gastos. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo hace que el gasto público se mantenga mayormente estable en los últimos años, salvo en periodos de choques económicos importantes. Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, incluidas las garantías y otros pasivos contingentes. La deuda está bien estructurada y la emisión es previsible, con estrategias de | Por lo general, el presupuesto se encuentra en equilibrio estructural o tiene un pequeño déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con una carga estable de la deuda. La estructura de ingresos y gastos públicos es relativamente flexible, y la evasión fiscal no es un problema importante para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo hace que el gasto público se mantenga mayormente estable en los últimos años, salvo en periodos de choques económicos importantes. Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, pero es posible que la información sobre garantías y otros pasivos contingentes no esté disponible o no sea | Por lo general, el presupuesto tiene un déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con un aumento gradual de la carga de la deuda. La estructura de los ingresos y gastos públicos es relativamente rígida. La evasión fiscal es una limitación para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es reactiva más que el producto de un proceso estructurado y bien planificado. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo puede dar lugar a que el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) cambie de manera significativa y frecuente. Los gobiernos ajustan regularmente los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e imprevistos en el gasto de capital. | Por lo general, el presupuesto tiene un déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con un aumento gradual de la carga de la deuda. La estructura de los ingresos y gastos públicos es relativamente rígida. La evasión fiscal es una limitación para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es reactiva más que el producto de un proceso estructurado y bien planificado. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo puede dar lugar a que el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) cambie de manera significativa y frecuente. Los gobiernos ajustan regularmente los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado de manera considerable en momentos de recesión, sin disminuciones significativas en periodos de crecimiento normal o alto. Por lo general, el presupuesto tiene un déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con un aumento gradual de la carga de la deuda. La estructura de los ingresos y gastos públicos es relativamente rígida. La evasión fiscal es una limitación para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es reactiva más que el producto de un proceso estructurado y bien planificado. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo puede dar lugar a que el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) cambie de manera significativa y frecuente. Los gobiernos ajustan regularmente los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado de manera considerable en momentos de recesión, sin disminuciones significativas en periodos de crecimiento normal o alto. Los déficits presupuestarios son la norma y tienden a ser lo suficientemente grandes como para contribuir a la carga de la deuda. La estructura de los gastos públicos es muy rígida, y el gobierno depende de un rango limitado de fuentes de ingresos. La incidencia de la evasión fiscal es elevada y constituye una limitación material para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es totalmente reactiva. No existe un proceso de planificación de políticas a mediano plazo, y el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) está sujeto a cambios significativos. Los gobiernos normalmente ajustan los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e imprevistos en el gasto de capital. Existen brechas importantes en la transparencia de las | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado de manera considerable en momentos de recesión, sin disminuciones significativas en periodos de crecimiento normal o alto. Los déficits presupuestarios son la norma y tienden a ser lo suficientemente grandes como para contribuir a la carga de la deuda. La estructura de los gastos públicos es muy rígida, y el gobierno depende de un rango limitado de fuentes de ingresos. La incidencia de la evasión fiscal es elevada y constituye una limitación material para la formulación de políticas fiscales. No hay objetivos fiscales ni techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es totalmente reactiva. No existe un proceso de planificación de políticas a mediano plazo, y el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) está sujeto a cambios significativos. Los gobiernos normalmente ajustan los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e imprevistos en el gasto de capital. Las cuentas gubernamentales son poco transparentes. La gestión de la deuda no es lo suficientemente efectiva como para evitar riesgos de tipo de | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado de manera considerable en momentos de recesión, sin disminuciones significativas en periodos de crecimiento normal o alto. Los déficits presupuestarios son la norma y tienden a ser lo suficientemente grandes como para contribuir a la carga de la deuda. La estructura de los gastos públicos es muy rígida, y el gobierno depende de un rango limitado de fuentes de ingresos. La incidencia de la evasión fiscal es elevada y constituye una limitación material para la formulación de políticas fiscales. No hay objetivos fiscales ni techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es totalmente reactiva. No existe un proceso de planificación de políticas a mediano plazo, y el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) está sujeto a cambios significativos. Los gobiernos normalmente ajustan los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e imprevistos en el gasto de capital. Las cuentas gubernamentales son poco transparentes. La gestión de la deuda no es lo suficientemente efectiva como para evitar riesgos de tipo de |

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor | Subsubfactor | Ponderación<br>del<br>subsubfactor | aaa | aa                                            | a                                                                                                                                                 | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | caa                                                                             | ca |
|-----------|--------------|------------------------------------|-----|-----------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|----|
|           |              |                                    |     | mitigación de riesgos extremadamente sólidas. | completamente transparente.<br>La deuda está bien estructurada, pero la emisión es oportunista, con estrategias sólidas de mitigación de riesgos. | Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, pero es posible que la información sobre garantías y otros pasivos contingentes no esté disponible o no sea completamente transparente.<br>La deuda está bien estructurada, pero la emisión es oportunista, con estrategias sólidas de mitigación de riesgos. | imprevistos en el gasto de capital.<br>Existen brechas importantes en la transparencia de las cuentas públicas y, por lo general, no se cuenta con información sobre garantías y otros pasivos contingentes.<br>La estructura de la deuda conlleva un importante riesgo no cubierto. No hay un plan estructurado de emisión, por lo que hay mayor dependencia del acceso oportunista a los mercados. | cuentas públicas y, por lo general, no se cuenta con información sobre garantías y otros pasivos contingentes.<br>La estructura de la deuda conlleva un importante riesgo no cubierto. No hay un plan estructurado de emisión, por lo que hay mayor dependencia del acceso oportunista a los mercados. | cambio o de tasa de interés muy importantes y crisis intermitentes de liquidez. |    |

Fuente: Moody's Investors Service.

## Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de eficacia de las políticas públicas

### EFICACIA DE LAS POLÍTICAS MONETARIAS Y MACROECONÓMICAS:

Evaluamos este subfactor en términos cualitativos según la eficacia de las políticas monetarias y macroeconómicas. Las consideraciones incluyen el nivel de inflación en relación con los objetivos establecidos por los legisladores y la eficacia implícita de la política monetaria, la capacidad de la autoridad para identificar y abordar los desequilibrios macroeconómicos, la función y la eficacia del banco central, la fortaleza de las herramientas macroprudenciales y la regulación del sistema bancario. Nuestra evaluación del subfactor toma en cuenta la eficacia de las políticas monetarias y macroeconómicas durante un período sostenido. La eficacia de la respuesta de las políticas públicas a las crisis, incluidos los cambios económicos, sociales o financieros adversos, es otra consideración importante de nuestra evaluación. Los soberanos cuyas instituciones mitigan rápidamente el impacto de los choques mediante la identificación de respuestas adecuadas y su aplicación sin poner en riesgo la estabilidad macroeconómica en general tienen puntuaciones más altas en este subfactor. Las demoras en la respuesta a cambios en las circunstancias pueden influir negativamente en nuestra evaluación, en particular, si la respuesta o la inacción de estas instituciones ponen en riesgo la estabilidad macroeconómica.

El crecimiento económico sostenible y la prosperidad se logran mejor con la estabilidad de los precios. La inflación es también un factor determinante de la competitividad de una economía. Los períodos inflacionarios suelen ser un precursor de la inestabilidad económica y política, dado que la inflación actúa efectivamente como un impuesto, especialmente sobre la población de menores ingresos. La inflación alta también suele debilitar la confianza en la función de una moneda nacional como depósito de valor y puede contribuir a la fuga de capitales y a crisis monetarias y de balanza de pagos. La capacidad de las autoridades monetarias para contener la inflación proporciona una perspectiva importante de la capacidad general de las instituciones del país para articular y aplicar políticas favorables para los acreedores. Normalmente asignamos puntuaciones más bajas en este subfactor a los soberanos cuyas economías presentan altos niveles de inflación, lo que refleja nuestra visión de que los objetivos de las políticas o las herramientas de las autoridades monetarias son insuficientes para garantizar la estabilidad macroeconómica.

Si bien el nivel de inflación en relación con los objetivos ofrece un buen indicador de la eficacia de las políticas monetarias y macroeconómicas, también consideramos de manera más holística la capacidad y la disposición para hacer frente a desequilibrios macroeconómicos y desafíos estructurales. Los soberanos cuyas instituciones impiden proactivamente la acumulación de desequilibrios macroeconómicos o los abordan rápidamente mediante reformas estructurales suelen recibir puntuaciones más altas en este subfactor. Cuando los soberanos abordan desequilibrios como resultado de incentivos externos —por ejemplo, porque es un requisito previo para recuperar la confianza de los inversores o para obtener financiamiento de un supranacional, o porque el soberano estaría sujeto de otro modo a cualquier tipo de sanción—, las puntuaciones suelen ser más bajas en este subfactor. Los soberanos cuyas políticas no cubren los desequilibrios macroeconómicos o son ineficaces para hacerlo suelen tener puntuaciones en las categorías más bajas.

La función de identificar y abordar desequilibrios macroeconómicos y estructurales puede corresponder a diferentes autoridades de un país determinado dependiendo del marco institucional. Nuestra evaluación de la capacidad para prevenir y abordar esos desequilibrios es holística, ya que normalmente consideramos las herramientas que las autoridades pertinentes tienen a su disposición para realizar una evaluación diagnóstica completa y eficaz y aplicar medidas correctivas eficaces.

Por lo general, el banco central desempeña un papel esencial para garantizar la estabilidad monetaria y macroeconómica. La función y el mandato de un banco central pueden ser diferentes de una jurisdicción a otra. En nuestra evaluación, consideramos los objetivos del banco central, si están claramente delineados y

si el banco central tiene suficiente capacidad e independencia con respecto al gobierno para desempeñar su función. La falta de metas claramente establecidas o el historial de un banco central de no alcanzar sus objetivos, por ejemplo, manifestado por una inflación elevada o volátil, un entorno deflacionario<sup>6</sup>, grandes fluctuaciones monetarias o la acumulación de deuda privada insostenible, suelen influir negativamente en la puntuación del subfactor. El aislamiento de derecho (*de jure*) y de hecho (*de facto*) del banco central frente a la interferencia del gobierno también constituye una consideración importante en nuestra evaluación de este subfactor. También podemos considerar la disponibilidad y la credibilidad de las herramientas que el banco central puede utilizar para hacer frente a cualquier choque económico o financiero en el futuro.

También podemos evaluar la forma en que se abordan los desequilibrios que pueden existir en el sistema financiero. Debido a su papel como intermediario en la economía, su carácter cada vez más interrelacionado y, por lo general, su gran tamaño en relación con la economía, el sistema financiero puede ser una fuente clave de riesgo macroeconómico. Las crisis financieras o bancarias a menudo se han traducido en crisis económicas, con un aumento del desempleo, rescates costosos con dinero público y descontento social. La existencia de herramientas macroprudenciales eficaces<sup>7</sup> que se revisan en forma regular y se basan en datos relevantes se considera positivamente en nuestra evaluación. Se espera que las herramientas macroprudenciales más sólidas aumenten la resiliencia del sector financiero, contengan la acumulación de vulnerabilidades sistémicas mediante la administración procíclica en el sistema financiero y controlen las vulnerabilidades estructurales que puedan surgir debido a las interrelaciones entre el sistema financiero y la economía en general.

Del mismo modo, uno de los objetivos clave de la regulación bancaria es equilibrar efectivamente la necesidad de que el sector bancario respalde el crecimiento económico con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. Las regulaciones más débiles no logran estos objetivos debido a la escasez de competencias, la falta de herramientas eficaces o la dificultad para mantener el ritmo de la complejidad del sistema bancario. Los soberanos que últimamente hayan experimentado una crisis bancaria sistémica en general tendrán una puntuación más baja en este subfactor como reflejo de su incapacidad previa para contener riesgos sistémicos. En estos casos, normalmente también tomamos en cuenta cualquier reforma regulatoria o de reestructuración que el soberano pueda haber emprendido en su sector bancario para responder a las debilidades realzadas por la crisis, donde consideramos que esas reformas tendrán un efecto duradero en la reducción del riesgo crediticio.

<sup>6</sup> Un entorno deflacionario también repercute negativamente en las capacidades de un banco central. El desarrollo deflacionario suele coincidir con un crecimiento real bajo o negativo y con un aumento del índice deuda/PIB.

<sup>7</sup> Las herramientas macroprudenciales se utilizan para regular y mitigar los riesgos para el sistema financiero o bancario en su conjunto más que para sus componentes individuales y, por lo tanto, están diseñadas para reducir el riesgo y los costos macroeconómicos de la inestabilidad financiera. Ejemplos de tales herramientas incluyen límites de apalancamiento para los créditos para la vivienda o niveles mínimos de capitalización. Las herramientas macroprudenciales son, por naturaleza, preventivas más que herramientas de resolución o de crisis.

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                          | Subsubfactor                                           | Ponderación del subsubfactor |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                    |                                                        |                              | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Eficacia de las políticas públicas | Eficacia de las políticas monetarias y macroeconómicas | 30%                          | Políticas extremadamente eficaces, con inflación generalmente de 1-3%. Las autoridades evitan la acumulación de desequilibrios macroeconómicos y son muy proactivas en la realización de reformas estructurales que mejoren la competitividad. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es creíble a la hora de cumplir con ese objetivo. El banco central es independiente. Las autoridades utilizan eficazmente herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito sin crear distorsiones o desequilibrios no deseados en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. La competencia reguladora está en línea con la complejidad del sistema financiero. No ha habido crisis bancarias sistémicas en la última década. | Políticas extremadamente eficaces, con inflación generalmente de 1-3%. Por lo general, las autoridades son proactivas y con visión de futuro para hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos, incluida la realización de reformas estructurales cuando sea necesario. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es creíble a la hora de cumplir con ese objetivo. El banco central es independiente. Las autoridades utilizan eficazmente herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito sin crear distorsiones o desequilibrios no deseados en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. La competencia reguladora está en línea con la complejidad del sistema financiero. No ha habido crisis bancarias sistémicas en la última década. | Políticas muy eficaces, con inflación generalmente de 0.5-1% o 3-3.5%. Por lo general, las autoridades son proactivas y con visión de futuro para hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos, incluida la realización de reformas estructurales cuando sea necesario. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es muy creíble a la hora de cumplir con ese objetivo, pero características estructurales como la profundidad y la amplitud del sector financiero o la dependencia de la economía de bienes importados afectan la eficacia de las políticas. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero a veces no logran evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. Sin embargo, el regulador | Políticas eficaces, con inflación generalmente de 0-0.5% o 3.5-4%. Las autoridades abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales en una forma reactiva impulsada por inquietudes a corto plazo. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es muy creíble a la hora de cumplir con ese objetivo, pero características estructurales como la profundidad y la amplitud del sector financiero o la dependencia de la economía de bienes importados afectan la eficacia de las políticas. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero a veces no logran evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. Sin embargo, el regulador puede sufrir escasez de competencias, falta de herramientas eficaces o | Políticas moderadamente eficaces, con inflación generalmente inferior a 0% o entre 3.5-4%. Las autoridades abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales en una forma reactiva impulsada por inquietudes a corto plazo. El banco central no tiene un objetivo de políticas claro, carece de las herramientas necesarias para implementar políticas monetarias o es inconsistente en la obtención de los resultados deseados de las políticas monetarias. El gobierno tiende a interferir en la conducción de la política monetaria. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero tienen dificultades para evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que o bien no apoya el crecimiento económico o permite la acumulación de riesgos excesivos en el sistema. Puede haber habido una crisis bancaria sistémica en la última década, y hay una probabilidad moderada de que se | Políticas débiles, con inflación generalmente de 3.5-4%. Las autoridades solo abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales bajo coerción, ya sea de las fuerzas del mercado o de los organismos internacionales. El banco central no tiene un objetivo de políticas claro, carece de las herramientas necesarias para implementar políticas monetarias o es inconsistente en la obtención de los resultados deseados de las políticas monetarias. El gobierno tiende a interferir en la conducción de la política monetaria. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero tienen dificultades para evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que o bien no apoya el crecimiento económico o permite la acumulación de riesgos excesivos en el sistema. Puede haber habido una crisis bancaria sistémica en la última década, y hay una probabilidad moderada de que se | Políticas muy débiles, con inflación generalmente de 4-10%. Las autoridades solo abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales bajo coerción, ya sea de las fuerzas del mercado o de los organismos internacionales. La formulación de políticas de los bancos centrales es ineficaz, y la aplicación de la política monetaria en la economía es muy débil. Las autoridades no utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito. La regulación del sistema bancario es débil, y estas deficiencias mantienen la probabilidad de que se desarrolle una crisis en el sector a niveles relativamente altos. | Políticas extremadamente débiles, con inflación generalmente superior al 10%. Las autoridades no abordan los desequilibrios macroeconómicos o son ineficaces al hacerlo. La formulación de políticas de los bancos centrales es ineficaz, y la aplicación de la política monetaria en la economía es muy débil. Las autoridades no utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito. La regulación del sistema bancario es débil, y estas deficiencias mantienen la probabilidad de que se desarrolle una crisis en el sector a niveles relativamente altos. |

FACTOR

Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor | Subsubfactor | Ponderación<br>del<br>subsubfactor | aaa | aa | a                                                                                                                                                                                                                                      | baa                                                                                                                                                             | ba                                  | b | caa | ca |
|-----------|--------------|------------------------------------|-----|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|---|-----|----|
|           |              |                                    |     |    | puede sufrir escasez de competencias, falta de herramientas eficaces o puede tener dificultades para mantener el ritmo de la complejidad del sistema financiero. Puede haber habido una crisis bancaria sistémica en la última década. | puede tener dificultades para mantener el ritmo de la complejidad del sistema financiero. Puede haber habido una crisis bancaria sistémica en la última década. | desarrolle una crisis en el futuro. |   |     |    |

Fuente: Moody's Investors Service.

## Ajuste a la puntuación del factor de fortaleza institucional y de gobernanza

### HISTORIAL DE INCUMPLIMIENTO Y MORA DEL GOBIERNO:

Podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza institucional y de gobernanza a la baja cuando haya un historial de incumplimiento del gobierno o una mora significativa. Por lo general, nuestra evaluación se centra en los incumplimientos de la deuda contraída con el sector privado. El ajuste solo puede ser a la baja y se limita a tres escalones.

La magnitud del ajuste negativo depende normalmente de nuestras expectativas sobre el riesgo de un nuevo incumplimiento, el momento en que se produjo el incumplimiento y el alcance de la pérdida para los inversores. Cuanto mayores sean las pérdidas, mayor será el ajuste negativo a la puntuación de este factor. Además, generalmente aplicamos un ajuste más negativo para un gobierno que ha incumplido varias veces en los últimos 20 años, independientemente de la tasa de recuperación observada. Si no ha habido nuevos incumplimientos en los últimos 10 a 15 años, podríamos reducir el ajuste negativo si está claro que los problemas económicos, financieros o políticos subyacentes que dieron lugar al incumplimiento se han resuelto de manera sostenible. Si no ha habido nuevos incumplimientos en 20 años, generalmente no hacemos un ajuste a la baja por incumplimiento.

Del mismo modo, también podemos hacer un ajuste negativo en la puntuación del factor si el gobierno tiene un historial de acumulación frecuente de morosidad significativa ante los acreedores, incluidos los proveedores o empleados del gobierno. Una morosidad frecuente y significativa puede indicar una administración fiscal débil, una escasa cultura de pago y, en última instancia, un frágil imperio de la ley y ejecución de los contratos.

### OTROS:

En casos inusuales, podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza institucional y de gobernanza basándonos en nuestra visión de que las ponderaciones de subfactores fijos combinadas con el historial de incumplimiento del gobierno y de ajuste de la morosidad no reflejan completamente nuestra visión general de las instituciones y la gobernanza de un soberano. El ajuste puede ser al alza o a la baja y se limita a tres escalones.

## Determinación del resultado de resiliencia económica

Combinamos las puntuaciones finales de los factores de fortaleza económica y fortaleza institucional y de gobernanza para obtener la puntuación de resiliencia económica utilizando ponderaciones iguales.

---

## Factor: Fortaleza fiscal

### Por qué es importante

La fortaleza fiscal de un soberano es un indicador directo de la sostenibilidad de la carga de la deuda del soberano. Los desequilibrios fiscales persistentes suelen dar lugar a un mayor apalancamiento y a un deterioro de la asequibilidad de la deuda, lo que en última instancia hace que el soberano sea más vulnerable a los choques financieros y al riesgo de no poder cumplir sus obligaciones.

Este factor comprende dos subfactores cuantitativos, cada uno de los cuales incluye dos indicadores.

### *Carga de la deuda*

Este subfactor brinda un indicio del nivel de deuda de un soberano en relación con el PIB, es decir, en relación con el tamaño de la economía, así como en relación con los ingresos públicos totales, es decir, la capacidad de pago del soberano según su base real de ingresos. Un nivel de deuda elevado en relación con el PIB limita la capacidad del soberano para proporcionar apoyo fiscal a la economía, particularmente en

momentos de estrés económico o financiero, lo que reduce las perspectivas de crecimiento de una economía.

Una alta carga de la deuda a menudo se debe a la acumulación de desequilibrios financieros persistentes. Aparte de reflejar estas debilidades fiscales heredadas, los altos niveles de deuda también pueden ser resultado del supuesto de pasivos contingentes (p. ej., debido a la recapitalización de las instituciones financieras o empresas estatales) o ajustes entre flujos y fondos impulsados, por ejemplo, por una depreciación de la moneda local en combinación con un volumen de deuda en moneda extranjera.

### ***Asequibilidad de la deuda***

Este subfactor brinda un indicio de la capacidad de un soberano para pagar su deuda. La relación entre el pago de intereses del gobierno general y los ingresos indica hasta qué punto la carga del servicio de la deuda de un gobierno se encuentra dentro de su capacidad para generar ingresos. Los factores que determinan la asequibilidad de la deuda son la propia carga de la deuda (cuanto mayor sea el volumen de la deuda en relación con el PIB, menor será la asequibilidad de la deuda); la tasa de interés pagada, que refleja la disposición de los acreedores para financiar déficits públicos con primas de riesgo menores o mayores; y los ingresos generados por el soberano a través de su presupuesto (cuanto menor sea el valor de los ingresos, menor cantidad estará disponible para el pago de intereses).

Una elevada relación entre los pagos de intereses y los ingresos del gobierno general significa que una gran parte de los ingresos debe desviarse al pago de intereses, lo que excluye otros tipos de gastos. Cuanto menor sea la asequibilidad de la deuda soberana, mayores serán los costos sociales del servicio de la deuda. Los costos sociales insosteniblemente altos del servicio de la deuda pueden, con el tiempo, socavar la capacidad de un soberano y, en última instancia, su disposición para pagar la deuda.

La relación entre los pagos de intereses del gobierno general y el PIB extiende nuestro análisis de la capacidad inmediata de los ingresos fiscales para satisfacer los requisitos del servicio de la deuda pública a la capacidad general del ingreso y la producción nacionales para satisfacer los requisitos del servicio de la deuda pública.

### **Método de evaluación para la tarjeta de puntuación**

Los subfactores de carga de la deuda y asequibilidad de la deuda se evalúan utilizando indicadores de deuda y fiscales del gobierno general. El perímetro habitual de nuestra definición de deuda del gobierno general incluye la deuda del gobierno central y de los gobiernos locales y regionales y, cuando se separa del gobierno central, el sistema del seguro social.<sup>8</sup> Por lo general, trazamos el perímetro a ese nivel para reflejar tanto la alta dependencia mutua entre el gobierno central y niveles inferiores del gobierno que normalmente observamos como la superposición de fuentes y usos de los ingresos.

Cuando no hay suficientes datos reportados para calcular o estimar el perímetro de la deuda del gobierno general, normalmente calculamos o estimamos los indicadores de este factor en un perímetro tan cercano a él como lo permita la disponibilidad de los datos y evaluamos cualquier impacto crediticio relacionado con la posición fiscal fuera de los indicadores básicos del factor (consulte la sección "Ajustes a la puntuación del factor de fortaleza fiscal"). También podemos calcular o estimar los indicadores de este factor a nivel del gobierno central cuando el riesgo adverso es muy limitado o nulo para el gobierno central (consolidado con el sistema del seguro social, si lo hay) derivado de niveles inferiores del gobierno. Por ejemplo, en algunos casos de sistemas federales con una división muy clara y creíble de las responsabilidades fiscales, podemos centrar nuestra evaluación únicamente en las finanzas del gobierno central/federal.

<sup>8</sup> Nuestro cálculo o estimación incluye la deuda pública de un banco central, pero normalmente excluye los pasivos del banco central.

#### Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de carga de la deuda

##### **DEUDA DEL GOBIERNO GENERAL/PIB:**

El numerador es la deuda bruta del gobierno general, y el denominador es el PIB en términos nominales.

##### **DEUDA/INGRESOS DEL GOBIERNO GENERAL:**

El numerador es la deuda bruta del gobierno general, y el denominador son los ingresos del gobierno general.

#### Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de asequibilidad de la deuda

##### **PAGOS DE INTERESES/INGRESOS DEL GOBIERNO GENERAL:**

El numerador son los pagos de intereses del gobierno general, y el denominador son los ingresos del gobierno general.

##### **PAGOS DE INTERESES DEL GOBIERNO GENERAL/PIB:**

El numerador es el pago de intereses del gobierno general, y el denominador es el PIB en términos nominales.

OUTDATED  
METHODOLOGY

## FACTOR

## Fortaleza fiscal

| Subfactor                    | Indicador                                                                                | Ponderación<br>del<br>indicador |        |               |         |              |              |              |              |              |              |              |               |              |             |              |              |              |             |             |             |       |
|------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------|--------|---------------|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------|
|                              |                                                                                          |                                 | aaa    | aa1           | aa2     | aa3          | a1           | a2           | a3           | baa1         | baa2         | baa3         | ba1           | ba2          | ba3         | b1           | b2           | b3           | caa1        | caa2        | caa3        | ca    |
| Carga de la<br>deuda         | Deuda del<br>gobierno<br>general/PIB (%) <sub>t</sub> <sup>*1</sup>                      | 25%-                            | ≤ 5    | 5-20          | 20-30   | 30-35        | 35-40        | 40-45        | 45-50        | 50-55        | 55-60        | 60-65        | 65-70         | 70-75        | 75-80       | 80-90        | 90-100       | 100-<br>120  | 120-<br>130 | 130-<br>140 | 140-<br>150 | > 150 |
|                              | Deuda/Ingresos<br>del gobierno<br>general (%) <sub>t</sub> <sup>*2</sup>                 | 25%-                            | ≤ 10   | 10-80         | 80-120  | 120-<br>140  | 140-<br>160  | 160-<br>180  | 180-<br>200  | 200 -<br>220 | 220 -<br>230 | 230 -<br>240 | 240 -<br>260  | 260 -<br>280 | 280-<br>320 | 320 -<br>360 | 360 -<br>400 | 400 -<br>450 | 450-<br>500 | 500-<br>550 | 550-<br>600 | > 600 |
| Asequibilidad<br>de la deuda | Pagos de<br>intereses/ingresos<br>del gobierno<br>general (%) <sub>t</sub> <sup>*3</sup> | 25%-                            | ≤ 1.5  | 1.5-3.5       | 3.5-6   | 6-7          | 7-8          | 8-9          | 9 - 10       | 10 - 11      | 11 -<br>11.5 | 11.5-12      | 12-13         | 13-14        | 14-16       | 16-18        | 18-20        | 20-<br>22.5  | 22.5-<br>25 | 25-<br>27.5 | 27.5-<br>30 | > 30  |
|                              | Pagos de intereses<br>del gobierno<br>general/PIB (%) <sub>t</sub> <sup>*4</sup>         | 25%-                            | ≤ 0.25 | 0.25 -<br>1.0 | 1.0-1.5 | 1.5-<br>1.75 | 1.75-<br>2.0 | 2.0-<br>2.25 | 2.25-<br>2.5 | 2.5-<br>2.75 | 2.75-<br>3.0 | 3.0-<br>3.15 | 3.15-<br>3.25 | 3.25-<br>3.5 | 3.5-4.0     | 4.0-4.5      | 4.5-5.0      | 5.0-6.0      | 6.0-6.5     | 6.5-7.0     | 7.0-7.5     | > 7.5 |

\*1 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 700%. Un valor de 700% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*2 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 700%. Un valor de 700% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*3 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 35%. Un valor de 35% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*4 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 35%. Un valor de 35% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

Fuente: Moody's Investors Service.

### Tratamiento de los países con moneda de reserva y los países HIPC/IDA

En el caso de los países con moneda de reserva y los países que son elegibles para recibir financiamiento del Banco Mundial o del FMI como parte de programas para países pobres muy endeudados (PPME), de la Asociación Internacional de Fomento (AIF) o programas similares, las ponderaciones de la tarjeta de puntuación para los indicadores de carga de la deuda y de asequibilidad de la deuda son diferentes de las ponderaciones indicadas en la tarjeta de puntuación anterior, lo que refleja cambios en la importancia de estas consideraciones para evaluar la fortaleza fiscal de estos países.

Para los países con moneda de reserva, las ponderaciones de carga de la deuda y asequibilidad de la deuda son del 10% y 90%, respectivamente, mientras que para los países incluidos en programas para PPME, de la AIF o programas similares, las ponderaciones son de 100% y 0%, respectivamente.<sup>9</sup>

Una moneda de reserva es una moneda que representa una gran parte de las reservas de divisas de los bancos centrales o una moneda para la cual la propiedad de los bancos centrales de la deuda pública en sus reservas representa una gran parte de la deuda pública total. Por lo general, consideramos que los países con moneda de reserva se benefician de una capacidad excepcional para atraer inversores y, como tal, nuestra evaluación se centra principalmente en la asequibilidad de la deuda más que en la carga de la deuda. Consideramos que Australia, Canadá, Japón, Suiza, el Reino Unido y Estados Unidos son actualmente países con moneda de reserva. Mientras que el euro se considera una moneda de reserva, solo se considera que los dos estados miembros más grandes, Alemania y Francia, se benefician de la condición de moneda de reserva.

En el caso de los países bajo programas para PPME, de la AIF o programas similares, los indicadores de asequibilidad de la deuda en general no representan suficientemente la fortaleza fiscal de esos países. La asequibilidad de la deuda aparentemente fuerte deriva de condiciones mayormente favorables de su deuda, pero no denota una gran flexibilidad fiscal; si esos países hicieran más emisiones de deuda negociable, el costo de la deuda sería normalmente mayor y la asequibilidad de la deuda sería proporcionalmente menor. Para estos países, los indicadores de carga de la deuda en general son un indicio más pertinente de la sostenibilidad de la deuda que los indicadores de asequibilidad de la deuda. Sin embargo, en algunos casos podemos aplicar las ponderaciones estándares de la tarjeta de puntuación a un país bajo programas para PPME, de la AIF o programas similares en los que consideramos que la composición de su deuda evoluciona significativamente hacia la deuda a tasa de mercado.

### Ajustes en la puntuación del factor de fortaleza fiscal

Podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza fiscal en función de la tendencia de la deuda pública, su exposición a una repentina depreciación del tipo de cambio o a la materialización de pasivos contingentes, y la presencia de fondos soberanos de inversión (SFW, por sus siglas en inglés). En conjunto, los ajustes pueden ser de hasta seis escalones al alza o a la baja.

#### **AJUSTE A LA PUNTUACIÓN DEL FACTOR DE FORTALEZA FISCAL — TENDENCIA DE LA DEUDA:**

Podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza fiscal según nuestra visión de la tendencia de la deuda pública. El ajuste puede ser al alza o a la baja y se limita a tres escalones.

Nuestro ajuste se basa en nuestras proyecciones de la tendencia de la deuda, es decir, el cambio en puntos porcentuales en el índice de deuda/PIB entre el último período anual finalizado cuatro años antes y nuestra estimación para el próximo año. Ver Figura 3.

<sup>9</sup> Los indicadores dentro de la carga de la deuda y la asequibilidad de la deuda están ponderados por igual.

Una tendencia al alza por encima de los 10 puntos porcentuales normalmente resulta en un ajuste negativo a la puntuación del factor. Por el contrario, una tendencia a la baja puede dar lugar a un ajuste positivo, pero solo si consideramos que la baja es material y sostenible. El ajuste es asimétrico en parte porque la experiencia sugiere que es más probable que se mantenga una tendencia de aumento de la deuda. Los gobiernos promueven el estímulo económico con medidas que aumentan la deuda con mucha más frecuencia, y más eficacia, de la que imponen medidas de austeridad, y el aumento de los requerimientos del servicio de la deuda en sí contribuye a presiones presupuestarias que pueden aumentar los niveles de deuda. Los programas de reducción de la deuda suelen tener una duración relativamente breve, y las tendencias a la baja de la deuda tienen más probabilidades de estabilizarse o invertirse que las tendencias al alza de la deuda.

Nuestra evaluación puede considerar una serie de análisis de escenarios prospectivos con respecto al crecimiento nominal, las trayectorias fiscales, la evolución de las tasas de interés y otros factores de riesgo que podrían causar variaciones significativas en los futuros indicadores de la deuda. En los casos en que también tomamos en cuenta los pasivos contingentes y los activos financieros en la tendencia de la deuda, no los incluimos en los ajustes que se describen a continuación (es decir, no los contamos dos veces).

FIGURA 3

#### Aumento del ajuste de la deuda del gobierno general con respecto al PIB

| Ajuste de escalonamiento indicado                                                    | -1           | -2      | -3        |
|--------------------------------------------------------------------------------------|--------------|---------|-----------|
| Aumento de la deuda del gobierno general/<br>PIB (puntos porcentuales) $t-4$ a $t+1$ | $\geq 10-20$ | 20 - 30 | $\geq 30$ |

Fuente: Moody's Investors Service.

#### AJUSTE DE LA PUNTUACIÓN DEL FACTOR DE FORTALEZA FISCAL — DEUDA DEL GOBIERNO GENERAL EN MONEDA EXTRANJERA/DEUDA DEL GOBIERNO GENERAL:

Podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza fiscal en función de la exposición del gobierno a la deuda denominada en moneda extranjera. El ajuste solo puede ser a la baja y se limita a seis escalones.

La emisión soberana de deuda en moneda extranjera podría dar lugar a un aumento repentino de los costos de intereses y al aumento del volumen de la deuda en caso de depreciación de la moneda, aumentando así la carga general de la deuda del soberano y disminuyendo su asequibilidad.

Nuestra evaluación del ajuste de la deuda pública en moneda extranjera es cualitativa, pero se basa en datos cuantitativos, como la proporción de deuda pública en moneda extranjera. Normalmente limitamos a tres escalones este ajuste negativo de la puntuación del factor de fortaleza fiscal si la relación entre la deuda del gobierno general y el PIB es inferior al 25% del PIB, dada la limitada vulnerabilidad a los movimientos monetarios adversos en niveles de deuda tan bajos. La magnitud del ajuste suele basarse en la posibilidad de que se añadan los costos del servicio de la deuda y el volumen de la deuda en caso de una depreciación monetaria. También podemos tomar en cuenta la medida en que el riesgo asociado de tipo de cambio es mitigado, por ejemplo, mediante coberturas financieras.

Cuando una economía está totalmente dolarizada, no solemos considerar el impacto crediticio aparentemente negativo de las emisiones de deuda denominadas en la moneda adoptada, tomando en cuenta que la moneda extranjera es la moneda local *de facto*. Sin embargo, todavía podemos aplicar cierto ajuste si el valor de la moneda local se fija mediante regímenes de tipo de cambio fijo, ya que los soberanos que operan bajo estos regímenes son susceptibles a presiones similares si los desequilibrios externos desestabilizan el tipo de cambio fijo. Cuando el tipo de cambio fijo se ha mantenido durante muchas décadas y cuando que no tenemos ninguna expectativa razonable de que este tipo de cambio pueda desestabilizarse en un futuro previsible, normalmente aplicamos un escalonamiento a la baja limitado o nulo.

FIGURA 4

**Ajuste de la deuda del gobierno general en moneda extranjera a deuda del gobierno general**

| Ajuste de escalonamiento indicativo                                            | -1     | -2      | -3    | -4      | -5      | -6   |
|--------------------------------------------------------------------------------|--------|---------|-------|---------|---------|------|
| Deuda del gobierno general en moneda extranjera/Deuda del gobierno general (%) | ≥20-25 | 25 - 30 | 30-40 | 40 - 50 | 50 - 60 | ≥ 60 |

Fuente: Moody's Investors Service.

**AJUSTE DE LA PUNTUACIÓN DEL FACTOR DE FORTALEZA FISCAL — OTRA DEUDA DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO:**

Podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza fiscal en función de la existencia de una deuda importante del sector público no financiero y nuestra visión del riesgo relacionado de que el gobierno asuma esta deuda directa o indirectamente. El ajuste solo puede ser a la baja y se limita a tres escalones.

Las empresas débiles del sector público pueden utilizar los recursos fiscales del gobierno y, en última instancia, asumir deuda directa o indirectamente que antes era un crédito contingente. La asunción de deuda puede adoptar diferentes formas, como la recapitalización, los subsidios o una transferencia de la obligación de deuda.

Nuestra evaluación del ajuste a la puntuación del factor es principalmente cualitativa, pero suele basarse en datos cuantitativos, en particular, en el nivel de deuda de las entidades públicas no financieras. La magnitud del ajuste se basa tanto en la magnitud de la deuda del sector público no financiero como en la probabilidad de que el gobierno asuma parcialmente esa deuda. Las consideraciones que pueden indicar una alta probabilidad de que el gobierno con el tiempo asuma esta deuda en general incluyen perfiles financieros individuales débiles con niveles de rentabilidad bajos o negativos y un historial de apoyo financiero.

La probabilidad de que el gobierno asuma la deuda del sector público depende también de la voluntad del gobierno de proporcionar apoyo financiero. Las entidades que tienen un mandato económico o social estratégicamente importante para el país suelen tener más probabilidades de recibir algún tipo de apoyo en momentos de estrés.

Dado que puede haber infinidad de empresas públicas en un país, por lo general limitamos el perímetro de nuestra evaluación individual de la probabilidad de materialización de pasivos contingentes a empresas no financieras que son importantes en relación con el PIB interno o a la carga de la deuda pública, es decir, normalmente cuando representan más de unos pocos puntos porcentuales. También excluimos del perímetro de nuestra evaluación a las entidades cuyas obligaciones financieras ya están consolidadas dentro del perímetro de deuda del gobierno general utilizado para los indicadores básicos en el factor de fortaleza fiscal. En nuestra evaluación de este ajuste, solemos considerar las garantías que todavía no están directamente incluidas en el perímetro de la deuda del gobierno general.

Nuestra evaluación se basa en datos confiables y completos sobre empresas públicas, incluidos los estados financieros auditados. Cuando no hay suficientes datos sobre empresas públicas o el tamaño de las empresas públicas parece individualmente muy pequeño, pero puede representar colectivamente un riesgo considerable para la fortaleza fiscal del soberano, podemos aplicar un ajuste a la baja, aunque normalmente se limitaría a un escalón.

FIGURA 5

**Ajuste a otras deudas del sector público no financiero**

| Ajuste de escalonamiento indicativo                   | -1     | -2      | -3   |
|-------------------------------------------------------|--------|---------|------|
| Otras deudas del sector público no financiero/PIB (%) | ≥20-40 | 40 - 55 | ≥ 55 |

Fuente: Moody's Investors Service.

**AJUSTE DE LA PUNTUACION DEL FACTOR DE FORTALEZA FISCAL — ACTIVOS FINANCIEROS DEL SECTOR PUBLICO Y FONDOS SOBERANOS DE INVERSION:**

Podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza fiscal en función de la presencia de importantes activos financieros del sector público y de fondos soberanos de inversión. La utilización de activos financieros del sector público o de activos de fondos soberanos de inversión puede respaldar las finanzas públicas cuando esos activos son líquidos y se puede suponer razonablemente que tienen un valor estable. El ajuste solo puede ser al alza y se limita a cuatro escalones.

Nuestra evaluación del ajuste a la puntuación del factor es principalmente cualitativa, pero suele basarse en datos cuantitativos, en particular, el nivel de los fondos soberanos de inversión y de activos del sector público. Por lo general, no consideramos otros activos del sector público como mitigantes de la carga de la deuda, debido al riesgo de que sean ilíquidos o se conviertan en ilíquidos o pierdan valor durante una crisis económica.<sup>10</sup> Del mismo modo, normalmente no colocamos un peso significativo a los activos propiedad del seguro social o de los sistemas públicos de pensiones, dado que el uso de estos activos para reducir la deuda pública generalmente tiene el efecto de reemplazar una responsabilidad por otra.

Si bien algunos países tienen importantes reservas de efectivo, que no están incluidas en los datos de los fondos soberanos de inversión, en general estas no desencadenan un ajuste. Excepcionalmente, podemos tratar el efectivo o los fondos líquidos como fondos soberanos de inversión cuando estos representen una reserva estable y significativa. Algunos ejemplos podrían ser los fondos en efectivo en moneda local, los fondos de reserva de bonos o los fondos de acumulación; los fondos de reserva fiscal líquida en moneda local cuyas tenencias de bonos del Estado todavía no han sido liquidadas como parte del cálculo de la deuda pública bruta consolidada; y los fondos en moneda extranjera no incluidos todavía en las reservas de divisas reportadas o en el ajuste del fondo soberano de inversión. Por lo general, solo lo haríamos cuando el fondo de reserva en efectivo fuera inusualmente grande en comparación con otros soberanos (es decir, más del 10% de la deuda); hubiera estado en existencia durante al menos cinco años; estuviera sujeto a políticas públicas claras de administración del fondo de efectivo o de liquidez para mantener saldos inusualmente grandes en el futuro; y todavía no se haya incluido en el cálculo de la deuda pública bruta consolidada ni en el ajuste del fondo soberano de inversión.

En general, asignamos un menor aumento a los fondos soberanos de inversión con transparencia limitada y a los fondos soberanos que invierten principalmente a nivel nacional en activos que podrían resultar ilíquidos en momentos de estrés. Si el nivel de transparencia es extremadamente bajo, por ejemplo, cuando se desconoce el tamaño total de los activos de los fondos soberanos de inversión o existe una incertidumbre significativa al respecto, normalmente recortamos la estimación del tamaño en un 50%. También solemos deducir los activos locales del fondo soberano de inversión de sus activos totales. Los activos locales no proporcionan el mismo tipo de colchón fiscal que los activos extranjeros, ya que aquellos también tienen más probabilidades de perder valor o de convertirse en ilíquidos en momentos de tensión soberana. Por último, cuando el fondo soberano de inversión emite deuda, restamos los préstamos de los activos.

<sup>10</sup> En algunos casos, reconocemos el potencial de venta de activos inmobiliarios para respaldar la fortaleza fiscal cuando las ventas planificadas se encuentran en una etapa avanzada, con inversores ya identificados.

Nuestra evaluación del fondo soberano de inversión es prospectiva, y el alcance de cualquier ajuste es específico para cada caso, tomando en cuenta otra información relevante sobre cómo el fondo soberano de inversión u otras reservas líquidas mitigan la carga de la deuda del soberano. Por ejemplo, la expectativa de una rápida acumulación de deuda que diluya significativamente el tamaño relativo del fondo soberano de inversión puede llevarnos a reducir o eliminar cualquier ajuste positivo.

El nivel de aumento proporcionado por los activos financieros del sector público y por activos de fondos soberanos de inversión depende de su tamaño en relación con la deuda. Los activos netos que superan el 10% de la deuda pública insoluta suelen dar lugar a un aumento de un escalón de la puntuación de fortaleza fiscal. Los activos netos que superan el 50% de la deuda pública insoluta suelen dar lugar a un aumento de dos escalones. Los activos netos de más del 100% de la deuda insoluta pueden dar lugar a un aumento de tres escalones, y se pueden aplicar cuatro escalones en niveles de activos netos excepcionalmente altos, normalmente superiores al 500% de la deuda.

FIGURA 6

#### Ajuste de activos financieros netos del sector público y activos de fondos soberanos de inversión a deuda del gobierno general

| Ajuste de escalonamiento indicativo                                                       | +1     | +2     | +3      | +4   |
|-------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|---------|------|
| Activos financieros netos del sector público y activos SWF/deuda del gobierno general (%) | ≥10-50 | 50-100 | 100-500 | ≥500 |

Fuente: Moody's Investors Service.

#### AJUSTE DE PUNTUACIÓN DEL FACTOR DE FORTALEZA FISCAL — OTROS:

En casos poco frecuentes, podemos ajustar la puntuación del factor de fortaleza fiscal basándonos en nuestra opinión de que los subfactores y otros ajustes no reflejan completamente nuestra visión general de la fortaleza fiscal de un soberano. Por ejemplo, podemos aplicar un ajuste positivo a la puntuación cuando, en nuestra opinión, el gobierno se beneficie de una flexibilidad fiscal excepcional, pero rara vez la haya utilizado para reducir la carga de la deuda. El ajuste puede ser al alza o a la baja y se limita a tres escalones.

#### Determinación del resultado de fortaleza financiera del gobierno

Combinamos la puntuación final del factor de fortaleza fiscal con el resultado de resiliencia económica utilizando ponderaciones dinámicas de acuerdo con la siguiente tabla para llegar al resultado de fortaleza financiera del gobierno. La ponderación de la fortaleza fiscal es más alta para los soberanos con puntuaciones de resiliencia económica entre baa2 y ba2, lo que refleja nuestra opinión de que la calidad crediticia de los países con una puntuación alta para resiliencia económica es menos susceptible a cambios en sus indicadores de deuda, mientras que la calidad crediticia de los países con puntuaciones medias de resiliencia económica es más sensible a los cambios en su fortaleza fiscal. Por el contrario, la calidad crediticia de los países con puntuaciones bajas de resiliencia económica tiende a ser débil, independientemente de los indicadores de deuda.

FIGURA 7

## Fortaleza financiera del gobierno

| Fortaleza fiscal |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
|                  | aaa  | aa1  | aa2  | aa3  | a1   | a2   | a3   | baa1 | baa2 | baa3 | ba1  | ba2  | ba3  | b1   | b2   | b3   | caa1 | caa2 | caa3 | ca   |
| aaa              | aaa  | aaa  | aaa  | aaa  | aaa  | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa3  | aa3  |
| aa1              | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa1  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  |
| aa2              | aa1  | aa1  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | a1   | a1   | a1   | a1   |
| aa3              | aa2  | aa2  | aa2  | aa2  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | a1   | a1   | a1   | a1   | a1   | a1   | a1   | a2   | a2   |
| a1               | aa2  | aa2  | aa3  | aa3  | aa3  | aa3  | a1   | a1   | a1   | a1   | a2   | a2   | a2   | a2   | a3   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 |
| a2               | aa3  | aa3  | aa3  | a1   | a1   | a1   | a1   | a2   | a2   | a2   | a2   | a3   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 | baa1 | baa1 | baa2 |
| a3               | aa3  | a1   | a1   | a1   | a1   | a2   | a2   | a2   | a2   | a3   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 | baa1 | baa1 | baa2 | baa2 | baa2 |
| baa1             | a1   | a1   | a2   | a2   | a2   | a2   | a3   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 | baa1 | baa1 | baa2 | baa2 | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 |
| baa2             | a1   | a1   | a2   | a2   | a2   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 | baa1 | baa2 | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  |
| baa3             | a1   | a2   | a2   | a2   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 | baa1 | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  | ba2  | ba2  |
| ba1              | a2   | a2   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 | baa1 | baa2 | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  | ba2  | ba2  | ba2  |
| ba2              | a2   | a3   | a3   | a3   | baa1 | baa1 | baa1 | baa2 | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  | ba2  | ba2  | ba2  | ba3  | ba3  |
| ba3              | baa1 | baa1 | baa2 | baa2 | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  | ba1  | ba2  | ba2  | ba2  | ba2  | ba3  | ba3  |
| b1               | baa2 | baa2 | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  | ba1  | ba1  | ba2  | ba2  | ba2  | ba2  | ba3  | ba3  | ba3  |
| b2               | baa2 | baa2 | baa3 | baa3 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  | ba1  | ba2  | ba2  | ba2  | ba2  | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | b1   | b1   |
| b3               | baa3 | baa3 | baa3 | ba1  | ba1  | ba1  | ba1  | ba2  | ba2  | ba2  | ba2  | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | b1   | b1   | b1   | b1   | b2   |
| caa1             | ba2  | ba2  | ba2  | ba2  | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b2   | b2   | b2   |
| caa2             | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | ba3  | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b3   |
| caa3             | ba3  | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b1   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b3   | b3   | b3   | b3   | b3   | b3   |
| ca               | b1   | b1   | b1   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b2   | b3   | b3   | b3   | b3   | b3   | b3   | caa1 | caa1 | caa1 | caa1 |

Fuente: Moody's Investors Service.

## Factor: Susceptibilidad a riesgo de evento

Después de obtener el resultado de fortaleza financiera del gobierno, consideramos la susceptibilidad de un soberano al riesgo de evento. Este factor solo puede reducir el resultado de fortaleza financiera del gobierno. La Figura 8 muestra el punto medio<sup>11</sup> del resultado general del rango indicado en la tarjeta de puntuación derivado de la combinación del resultado de fortaleza financiera del gobierno y la puntuación del factor de susceptibilidad a riesgo de evento.

FIGURA 8

## Combinación de la fortaleza financiera del gobierno y la susceptibilidad a riesgo de evento\*

|     | Fortaleza financiera del gobierno |     |     |      |      |      |      |      |      |      |     |      |      |      |      |      |      |
|-----|-----------------------------------|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|
|     | aaa                               | aa1 | aa2 | aa3  | a1   | a2   | a3   | baa1 | baa2 | baa3 | ba1 | ba2  | ba3  | b1   | b2   | b3   | caa1 |
| aaa | Aaa                               | Aa1 | Aa2 | Aa3  | A1   | A2   | A3   | Baa1 | Baa2 | Baa3 | Ba1 | Ba2  | Ba3  | B1   | B2   | B3   | Caa1 |
| aa  | Aaa                               | Aa1 | Aa2 | Aa3  | A1   | A2   | A3   | Baa1 | Baa2 | Baa3 | Ba1 | Ba2  | Ba3  | B1   | B2   | B3   | Caa1 |
| a   | Aaa                               | Aa1 | Aa2 | Aa3  | A1   | A2   | A3   | Baa2 | Baa3 | Ba1  | Ba2 | Ba3  | B2   | B3   | Caa1 | Caa2 | Caa3 |
| baa | Aaa                               | Aa1 | Aa2 | Aa3  | A2   | A3   | Baa1 | Baa2 | Ba1  | Ba2  | Ba3 | B1   | B3   | Caa1 | Caa2 | Caa3 | Ca   |
| ba  | Aa1                               | Aa2 | Aa3 | A1   | A2   | Baa1 | Baa2 | Baa3 | Ba2  | Ba3  | B1  | B2   | B3   | Caa1 | Caa2 | Caa3 | Ca   |
| b   | Aa2                               | Aa3 | A1  | A2   | A3   | Baa2 | Ba1  | Ba2  | Ba3  | B1   | B2  | B3   | Caa1 | Caa2 | Caa3 | Caa3 | Ca   |
| caa | Aa3                               | A1  | A2  | A3   | Baa1 | Baa3 | Ba1  | Ba2  | B1   | B2   | B3  | Caa1 | Caa2 | Caa3 | Caa3 | Caa3 | Ca   |
| ca  | A1                                | A2  | A3  | Baa1 | Baa2 | Ba1  | Ba2  | Ba3  | B1   | B2   | B3  | Caa1 | Caa2 | Caa3 | Caa3 | Caa3 | Ca   |

Fuente: Moody's Investors Service.

<sup>11</sup> El resultado general indicado en la tarjeta de puntuación se expresa como un rango de tres escalones en nuestra escala alfanumérica, excepto por las puntuaciones de Caa3 y Ca para las cuales el rango es de Caa2-C.

### or qué es importante

La susceptibilidad a eventos repentinos y extremos que podrían afectar gravemente la economía del país o sus instituciones, o presionar las finanzas públicas, es un indicador importante de la calidad crediticia de un soberano. Los riesgos de evento son variados y suelen incluir riesgos políticos y geopolíticos nacionales, el riesgo de liquidez del gobierno, el riesgo del sector bancario y el riesgo de vulnerabilidad externa.

Este factor comprende cuatro subfactores:

#### *Riesgo político*

Los riesgos políticos, derivados de la política interna o la geopolítica, pueden aumentar la probabilidad de incumplimiento de un soberano. Un entorno político interno difícil caracterizado por inestabilidad política, un descontento social elevado o cada vez mayor, o por divisiones religiosas, étnicas o sociales puede poner en tela de juicio la estabilidad y la previsibilidad de la formulación de políticas. En casos más extremos, podría provocar guerras civiles y distorsión económica.

Los riesgos geopolíticos también pueden amenazar la estabilidad económica, institucional y fiscal. Por ejemplo, la posición crediticia de un soberano puede verse influenciada por cuestiones políticas o militares no resueltas con un país vecino, especialmente uno con una política exterior belicosa. Un aumento de las tensiones entre los países o la posibilidad de una pérdida de soberanía debido a la interferencia de otro estado podría afectar la calidad crediticia de un soberano.

#### *Riesgo de liquidez del gobierno*

El riesgo de liquidez de un gobierno es un indicador importante de su capacidad para cumplir todas sus obligaciones de pago, especialmente las relacionadas con el servicio de la deuda.

Un aspecto fundamental del riesgo de liquidez del gobierno es la facilidad de acceso al financiamiento. La mayoría de los soberanos operan con flujos de efectivo negativos y tienen déficits fiscales anuales. Por lo general, cada año tienen que pagar o refinanciar grandes cantidades de deuda. Y normalmente tienen una cantidad limitada de activos altamente líquidos y de alta calidad en relación con sus necesidades de refinanciamiento. Por lo tanto, su capacidad para obtener nuevos fondos en forma consistente y confiable es fundamental para nuestra evaluación de la liquidez del gobierno.

Incluso para los soberanos con un historial de obtener financiamiento cuando sea necesario, el acceso al financiamiento puede ser muy sensible a desarrollos internos o externos. Nuestra evaluación del riesgo de liquidez del gobierno se basa en una visión a futuro y, en la medida en que tenemos visibilidad, considera eventos que podrían impedir el acceso. Podemos utilizar el análisis de escenarios como base para nuestra evaluación de este subfactor.

Consideramos posibles fuentes de financiamiento. Los soberanos suelen obtener fondos de diversos tipos de acreedores. El financiamiento público suele implicar la emisión de instrumentos de deuda en mercados locales de crédito y capitales, pero también en mercados internacionales. Algunos gobiernos también pueden acceder a mercados de créditos u obtener fondos directamente de bancos comerciales.

Los créditos del sector oficial, incluidos los de acreedores bilaterales (países) e instituciones supranacionales, son otra fuente común de financiamiento para las economías emergentes y los mercados fronterizos, generalmente con tasas de interés inferiores al nivel ofrecido por los otros tipos de financiamiento. Excepcionalmente, cuando los gobiernos hayan acumulado una reserva muy grande de activos financieros, como los fondos soberanos de inversión, también podrán depender del uso de activos.

### *Riesgo del sector bancario*

Debido al papel esencial que tienen los bancos en la economía, las crisis bancarias sistémicas suelen ir acompañadas de un aumento sustancial de la deuda pública a través de pérdidas de ingresos debido a profundas recesiones, rescates bancarios o reestructuraciones de la deuda económicamente costosas. Las crisis bancarias sistémicas suelen causar distorsión económica o exacerbarla impidiendo o, a veces, deteniendo la oferta de crédito y obstaculizando la eficacia de las políticas. Una crisis económica concomitante, a su vez, afectaría la generación de ingresos del gobierno.

### *Riesgo de vulnerabilidad externa*

El riesgo de vulnerabilidad externa es un indicador importante de la capacidad de un soberano para acceder a financiamiento en moneda extranjera o pagarlo.

Las economías dependen de los flujos de capital para hacer frente a los pagos de importación y pagar la deuda externa. Cuando hay menor apetito por el riesgo, los inversores tienden a estabilizar sus portafolios lejos de las economías que más dependen de esos flujos de capital, particularmente de aquellas que tienen escasas reservas. A su vez, una menor cantidad de flujos de capital deteriora las reservas oficiales de divisas, lo que puede debilitar aún más los flujos, depreciando la moneda y desafiando la capacidad para hacer frente a los pagos en moneda extranjera.

### **Método de evaluación para la tarjeta de puntuación**

La suma de los cuatro subfactores de riesgo de evento utiliza una función mínima (en otras palabras, la puntuación del factor es la puntuación más baja de los cuatro subfactores), ya que la materialización de incluso uno solo de estos riesgos puede generar un grave deterioro del perfil crediticio de un soberano. El uso de una función mínima también refleja que estos riesgos suelen estar correlacionados, y la manifestación de uno de estos riesgos que puede acelerar la aparición de otros riesgos.

Sin embargo, cuando se observan puntuaciones débiles en más de un subfactor, y cuando los riesgos que determinan esas puntuaciones se consideran mayormente no correlacionados, podemos asignar una puntuación de factor más baja que la indicada por las puntuaciones mínimas del subfactor para tener en cuenta el nivel general más alto de riesgo.

### **Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de riesgo político**

#### **RIESGO POLÍTICO INTERNO Y GEOPOLÍTICO:**

Evaluamos este subfactor cualitativamente según nuestra visión de los riesgos políticos y geopolíticos internos, normalmente utilizando indicadores cuantitativos para fundamentar nuestro análisis. Nuestra evaluación es a futuro.

Nuestra evaluación del riesgo político interno considera la existencia de características socioeconómicas que podrían generar descontento o divisiones en una sociedad, como altos niveles de desigualdad de los ingresos, luchas étnicas o religiosas, o la ausencia de consenso en cuanto a la dirección de las políticas.

En general, consideramos la capacidad de las personas para expresar libremente sus preferencias y tener un impacto en la formulación de políticas, lo cual en general respalda un menor riesgo de tensiones que generalmente podrían desencadenar eventos políticos negativos y tener un impacto crediticio positivo en los resultados de las políticas. Para fundamentar nuestra evaluación sobre libertad de expresión, solemos utilizar el indicador WGI de participación y responsabilidad.

La elevada o creciente desigualdad en los ingresos suele plantear riesgos de descontento social y, por lo tanto, de alteración política, en particular cuando la mayor parte de los recursos de una economía son capturados por un grupo específico. Normalmente usamos el índice de Gini para medir la desigualdad en los ingresos de una sociedad. Un índice de Gini más alto<sup>12</sup> indica una mayor disparidad en términos de ingresos y, por lo tanto, un mayor riesgo político. Sin embargo, reconocemos que algunos países pueden tener una desigualdad de ingresos relativamente alta, reflejada en el índice de Gini, aunque también muestran un alto nivel de vida general, lo que reduce el riesgo de que partes de la sociedad cuestionen el modelo socioeconómico de un país. Por el contrario, un índice de Gini moderado puede ocultar desigualdades sociales reveladas por otros indicadores y demandas sociales. Las tensiones dentro de la sociedad también pueden deberse a divisiones étnicas, religiosas o sociales. Cuando consideramos divisiones profundas o crecientes que pueden amenazar la estabilidad política, normalmente asignamos una puntuación más baja al subfactor.

La estabilidad política es otro factor determinante importante del riesgo político. Los soberanos que logran un alto grado de continuidad de las políticas, posiblemente a pesar de frecuentes transiciones de gobierno, suelen recibir puntuaciones más altas para este subfactor. Por el contrario, los países cuyas transiciones ejecutivas son desordenadas o suelen traducirse en una baja previsibilidad de las políticas públicas debido a su frecuencia, un impacto negativo en la continuidad del trabajo de la administración pública o falta de planes y mecanismos eficaces de sucesión, suelen recibir puntuaciones más bajas en este subfactor. Normalmente utilizamos el indicador WGI de estabilidad política para fundamentar nuestra evaluación.

Los desafíos mencionados pueden aumentar ante la falta de consenso en torno a los resultados de las políticas públicas que consideramos positivos en términos crediticios. El aumento de las divisiones políticas o sociales que resultan en un consenso limitado en torno a la dirección de las políticas públicas puede socavar la promulgación de políticas positivas en términos crediticios.

En nuestra evaluación del subfactor, también consideramos la existencia de tensiones geopolíticas que ya han sido materializadas o que pueden convertirse en eventos o políticas que pueden afectar negativamente la calidad crediticia de un soberano. Estas pueden incluir conflictos latentes y conflictos armados, pero también conflictos no violentos entre los estados, como tensiones comerciales, guerras comerciales, ataques cibernéticos y sanciones diplomáticas. A los fines de alcanzar una evaluación global, normalmente desarrollamos una visión cualitativa de la probabilidad de que aumenten las tensiones y del impacto de su materialización en la economía, las instituciones y las finanzas públicas.

Por lo general, asignamos puntuaciones según nuestra visión de lo que sea mayor entre los riesgos políticos y geopolíticos internos (es decir, la peor puntuación). Sin embargo, en algunos casos, los dos riesgos se fortalecen mutuamente, lo que da lugar a una puntuación más débil que la evaluada de otro modo para riesgos individuales.

<sup>12</sup> El índice de Gini es una medida estadística de la distribución de un valor (aquí, ingreso) dentro de una población. El índice de Gini oscila entre 0 y 100, un valor de 0 refleja una distribución de ingresos perfectamente uniforme y un valor de 100 refleja la desigualdad de ingresos teórica máxima.

## FACTOR

## Susceptibilidad a riesgo de evento

| Subfactor       | Subsubfactor                          | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------|---------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Riesgo político | Riesgo político interno y geopolítico | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser superior a 1.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 0 y 30.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser superior a 1.5.</p> <p>El desempleo normalmente es bajo, y la distribución de la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme, con poco o ningún impacto negativo en los resultados de las políticas.</p> <p>No hay fuentes significativas de conflicto social que presenten un riesgo importante para los resultados políticos o económicos.</p> <p>Consenso general sobre los resultados de políticas positivas en términos crediticios que perdura gracias a cambios en el gobierno.</p> <p>Las transiciones políticas suelen ser tranquilas, con implicaciones insignificantes para el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Relaciones geopolíticas generalmente armoniosas, con poca interferencia de agentes externos.</p> <p>El país no participa en ningún conflicto armado o latente que afecte la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 1.5 y 1.0.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 0 y 30.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 1.5 y 1.0.</p> <p>El desempleo normalmente es bajo, y la distribución de la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme, con poco o ningún impacto negativo en los resultados de las políticas.</p> <p>No hay fuentes significativas de conflicto social que presenten un riesgo importante para los resultados políticos o económicos.</p> <p>Consenso general sobre los resultados de políticas positivas en términos crediticios que perdura gracias a cambios en el gobierno.</p> <p>Las transiciones políticas suelen ser tranquilas, con implicaciones insignificantes para el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Relaciones geopolíticas generalmente armoniosas, con poca interferencia de agentes externos.</p> <p>El país no participa en ningún conflicto armado o latente que afecte la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 1.0 y 0.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 30 y 40.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 1.0 y 0.5.</p> <p>Si bien la distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme en toda la economía, las diferencias entre regiones, grupos socioeconómicos o de otro tipo o los cambios a lo largo del tiempo pueden tener un impacto negativo en los resultados de las políticas.</p> <p>Hay algunas áreas de conflicto religioso, étnico o social que podrían influir significativamente en los resultados políticos o económicos.</p> <p>Los cambios en el gobierno pueden presentar dificultades para la continuidad de los resultados de las políticas positivas en términos crediticios o para la capacidad de abordar debilidades crediticias.</p> <p>Las transiciones políticas son generalmente ordenadas y rara vez afectan significativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>A veces hay tensión en las relaciones geopolíticas que podría tener un impacto limitado en el perfil crediticio del soberano. La interferencia de agentes externos no tiene un impacto crediticio importante.</p> <p>Si bien el país no participa en conflictos armados, puede estar expuesto a</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 0.5 y 0.0.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 30 y 40.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 0.5 y 0.0.</p> <p>Si bien la distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme en toda la economía, las diferencias entre regiones, grupos socioeconómicos o de otro tipo o los cambios a lo largo del tiempo pueden tener un impacto negativo en los resultados de las políticas.</p> <p>Hay algunas áreas de conflicto religioso, étnico o social que podrían influir significativamente en los resultados políticos o económicos.</p> <p>Los cambios en el gobierno pueden presentar dificultades para la continuidad de los resultados de las políticas positivas en términos crediticios o para la capacidad de abordar debilidades crediticias.</p> <p>Las transiciones políticas son generalmente ordenadas y rara vez afectan significativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>A veces hay tensión en las relaciones geopolíticas que podría tener un impacto limitado en el perfil crediticio del soberano. La interferencia de agentes externos no tiene un impacto crediticio importante.</p> <p>Si bien el país no participa en conflictos armados, puede estar expuesto a</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 0.0 y -0.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 40 y 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 0.0 y -0.5.</p> <p>La distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente desigual, y puede haber profundas divisiones religiosas, étnicas o sociales en la sociedad.</p> <p>Estas tensiones introducen una probabilidad baja, pero no insignificante, de tensiones sociales que podrían generar violencia y tener un grave impacto en los resultados de las políticas.</p> <p>Los cambios en el gobierno suelen reducir la previsibilidad de las políticas y aumentar la probabilidad de políticas negativas en términos crediticios que podrían afectar los resultados económicos o fiscales.</p> <p>Puede haber riesgos significativos de sucesión o de personas clave, cuando la inestabilidad del gobierno afecta negativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>El incremento de las tensiones geopolíticas, que posiblemente conduzcan a un conflicto armado, puede afectar negativamente la actividad económica, los resultados fiscales y las condiciones de financiamiento.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre -0.5 y -1.0.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 40 y 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre -0.5 y -1.0.</p> <p>La distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente desigual, y puede haber profundas divisiones religiosas, étnicas o sociales en la sociedad.</p> <p>Estas tensiones introducen una probabilidad baja, pero no insignificante, de tensiones sociales que podrían generar violencia y tener un grave impacto en los resultados de las políticas.</p> <p>Los cambios en el gobierno suelen reducir la previsibilidad de las políticas y aumentar la probabilidad de políticas negativas en términos crediticios que podrían afectar los resultados económicos o fiscales.</p> <p>Puede haber riesgos significativos de sucesión o de personas clave, cuando la inestabilidad del gobierno afecta negativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>El incremento de las tensiones geopolíticas, que posiblemente conduzcan a un conflicto armado, puede afectar negativamente la actividad económica, los resultados fiscales y las condiciones de financiamiento.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre -1.0 y -1.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser superior a 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser inferior a -1.0 y -1.5.</p> <p>Hay desempleo masivo, grandes disparidades en términos de riqueza e ingresos, tensiones entre las comunidades en algunos casos relacionadas con conflictos armados internos, que alteran gravemente o afectan la actividad económica, la formulación de políticas y el funcionamiento ordenado de las instituciones gubernamentales.</p> <p>No hay un gobierno que funcione y/o las funciones administrativas de la burocracia están gravemente afectadas.</p> <p>No hay medios claros y creíbles para transferir poder, y existe un riesgo significativo de que cualquier sucesión sea desordenada y dañe el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Las relaciones geopolíticas contenciosas, incluida la participación real en conflictos armados, afectan o alteran gravemente la actividad económica, la capacidad para obtener financiamiento y/o el funcionamiento ordenado de las instituciones.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser inferior a -1.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser superior a 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser inferior a -1.5.</p> <p>Hay desempleo masivo, grandes disparidades en términos de riqueza e ingresos, tensiones entre las comunidades en algunos casos relacionadas con conflictos armados internos, que alteran gravemente o afectan la actividad económica, la formulación de políticas y el funcionamiento ordenado de las instituciones gubernamentales.</p> <p>No hay un gobierno que funcione y/o las funciones administrativas de la burocracia están gravemente afectadas.</p> <p>No hay medios claros y creíbles para transferir poder, y existe un riesgo significativo de que cualquier sucesión sea desordenada y dañe el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Las relaciones geopolíticas contenciosas, incluida la participación real en conflictos armados, afectan o alteran gravemente la actividad económica, la capacidad para obtener financiamiento y/o el funcionamiento ordenado de las instituciones.</p> |

|                                    |              |     |    |                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                        |    |   |     |    |
|------------------------------------|--------------|-----|----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|---|-----|----|
| FACTOR                             |              |     |    |                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                        |    |   |     |    |
| Susceptibilidad a riesgo de evento |              |     |    |                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                        |    |   |     |    |
| Subfactor                          | Subsubfactor | aaa | aa | a                                                                                                                                                                                      | baa                                                                                                                                                                                    | ba | b | caa | ca |
|                                    |              |     |    | los efectos de conflictos armados en otros lugares o a un conflicto latente, con un impacto limitado en la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas. | los efectos de conflictos armados en otros lugares o a un conflicto latente, con un impacto limitado en la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas. |    |   |     |    |

Fuente: Moody's Investors Service.

## Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de riesgo de liquidez del gobierno

### FACILIDAD DE ACCESO AL FINANCIAMIENTO:

Evaluamos este subfactor cualitativamente en función de la facilidad del gobierno para acceder a tres categorías principales de financiamiento: (i) préstamos en moneda local de acreedores locales, (ii) préstamos en moneda local de acreedores externos, y (iii) préstamos en moneda extranjera. Las consideraciones incluyen el historial de acceso por parte del gobierno a estos tipos de financiamiento, su costo y vencimiento en relación con los pares, la diversidad de la base de inversores de cada soberano para los diferentes tipos de instrumentos de deuda, la dependencia del financiamiento de los acreedores oficiales y la existencia de importantes reservas de divisas.

Nuestra evaluación es a futuro. Por lo tanto, al evaluar la capacidad de un gobierno para acceder a financiamiento en el futuro, complementamos la evaluación del historial de un gobierno con una evaluación de la solidez de la estrategia de financiamiento de un gobierno, es decir, las prioridades que ha establecido en términos de precio, vencimiento y moneda, entre otras cosas, y no solo sobre la base de sus restricciones de financiamiento. Mientras que la mezcla de financiamiento de un gobierno puede estar inclinada hacia una fuente específica, esto no indicaría necesariamente el potencial de acceso a otras fuentes de financiamiento.

- » **Financiamiento en moneda local de acreedores locales.** La presencia de profundos mercados de capitales locales en los que el gobierno puede confiar para obtener financiamiento en moneda local representa una fortaleza crediticia. Una base grande, amplia y diversa de inversores locales fomenta un mercado local profundo que le brinda al soberano una capacidad constante para emitir diversos tipos de instrumentos de deuda a lo largo de una amplia gama de vencimientos.

Por el contrario, cuando los mercados de capitales locales son estrechos, el gobierno suele depender en gran medida de los bancos, lo que conlleva un mayor riesgo de saturación de la capacidad de la fuente principal de demanda de deuda pública. La capacidad de un gobierno para depender de los bancos para recibir financiamiento se basa en diversas consideraciones, que incluyen el tamaño del sistema bancario, la dinámica de los flujos de depósitos o la porción de activos ya invertidos en instrumentos públicos. Una proporción elevada suele indicar un historial de capacidad, aunque también podría indicar riesgos de saturación. Las regulaciones que incentivan la tenencia de deuda pública por parte de los bancos pueden indicar un buen acceso al financiamiento bancario. Por el contrario, los marcos regulatorios que impiden a los bancos mantener deuda pública suelen influir negativamente en nuestra evaluación de facilidad de acceso al financiamiento.

- » **Financiamiento en moneda local de acreedores externos.** El acceso a inversores extranjeros en términos de deuda pública en moneda local amplía la base de financiamiento del gobierno, lo cual es positivo en nuestra evaluación de la facilidad de acceso al financiamiento por parte del gobierno. Cuanto mayor, más amplia y más diversificada sea la base, menor será el riesgo de liquidez para el gobierno. Un historial de acceso estable y confiable a inversores extranjeros para la emisión de deuda en moneda local es un importante diferenciador crediticio, ya que los inversores extranjeros que suelen tener una gama más amplia de opciones de inversión generalmente representan una fuente de financiamiento más volátil que los inversores locales, lo cual consideramos más cautivo. Como resultado, existe un mayor riesgo de una interrupción repentina de las inversiones extranjeras en deuda en moneda local o de una desinversión neta (es decir, salidas de capitales) a lo largo del tiempo.

Los indicios que sugieren una capacidad sólida y confiable para atraer inversores extranjeros incluyen un estado de reserva de la moneda en la que un gobierno emite deuda. Los gobiernos con una moneda local que se beneficia de un estado de reserva, reflejado a menudo en una elevada proporción de deuda pública en moneda local mantenida por los bancos centrales de otros países como activos de reserva,

suelen recibir puntuaciones más altas en este subfactor. En el caso de los gobiernos sin historial, normalmente evaluamos su capacidad potencial para obtener financiamiento de esa fuente, pero no esperaríamos que la puntuación del soberano se encontrara entre las categorías más elevadas para este subfactor.

- » **Financiamiento en moneda extranjera** La capacidad de un gobierno para financiarse en moneda extranjera, normalmente de acreedores externos, amplía aún más el alcance que tiene el gobierno de las fuentes de financiamiento y es positiva para nuestra evaluación. El financiamiento en moneda extranjera proviene principalmente de emisiones internacionales de bonos y préstamos del sector oficial. Cuanto más grandes, más amplias y más profundas sean las fuentes disponibles de financiamiento en moneda extranjera, menor será el riesgo de liquidez para el gobierno. Los gobiernos con un historial de emisión estable y confiable de divisas en mercados internacionales suelen recibir puntuaciones más altas en este subfactor.

La ausencia de un historial de acceso estable a los mercados internacionales en moneda extranjera suele implicar un mayor riesgo de liquidez. Solo si el gobierno se beneficia del mejor acceso al financiamiento externo en su propia moneda (es decir, es compatible con una puntuación de aaa en esa consideración) consideraríamos que el gobierno podría beneficiarse del acceso más fuerte al financiamiento en moneda extranjera (es decir, sería compatible con una puntuación de aaa en esta consideración). En tal caso, es probable que la estrategia de financiamiento del gobierno se centre en emitir únicamente en moneda local para evitar un riesgo cambiario o el costo de cobertura relacionado.<sup>13</sup>

Los indicios de que el acceso al financiamiento en moneda extranjera puede ser limitado suelen incluir una fuerte dependencia de los préstamos del sector oficial. Algunos gobiernos dependen de una amplia gama de acreedores oficiales, en cuyo caso el soberano normalmente asignaría una puntuación de ba o menos en este subfactor. La dependencia de una amplia gama de acreedores oficiales suele estar asociada con el acceso limitado a otras fuentes de financiamiento. Los préstamos del sector oficial también pueden ser menos flexibles porque a menudo se destinan a usos específicos, como proyectos de infraestructura o programas sociales. La dependencia de los programas de financiamiento del FMI, que suelen ser una fuente de financiamiento de último recurso, en general es un signo de debilidad crediticia fundamental importante y de un mayor riesgo de incumplimiento.

- » **Grandes activos de reserva mantenidos por el gobierno,<sup>14</sup> incluidos los fondos soberanos de inversión.** Algunos gobiernos soberanos pueden tener activos de reserva muy grandes, administrados normalmente mediante fondos soberanos de inversión. Cuando estas reservas son importantes en relación con el volumen de la deuda, y vemos un riesgo limitado de que estas reservas se agoten en un período de tiempo relativamente corto, es posible que asignemos una puntuación a este subfactor hasta una categoría de puntuación más alta que lo sugerido por su acceso a otras fuentes de financiamiento.

### Ajuste a la puntuación del subfactor de riesgo de liquidez del gobierno

#### ALTO RIESGO DE REFINANCIAMIENTO:

Podemos ajustar la puntuación del subfactor con base en nuestra visión a futuro de las necesidades de financiamiento y los riesgos de refinanciamiento de un gobierno. El ajuste solo puede ser a la baja y se limita a dos categorías de puntuación alfa general.

<sup>13</sup> Salvo algunas excepciones, incluidos algunos gobiernos exportadores de productos básicos, la mayor parte de los ingresos públicos son en moneda local.

<sup>14</sup> Solo incluimos reservas fácilmente disponibles que respalden el presupuesto del gobierno y excluimos las reservas de divisas del banco central de nuestra evaluación del riesgo de liquidez del gobierno.

En nuestra evaluación, normalmente consideramos el tamaño de las necesidades de financiamiento de un gobierno en relación con el PIB en los próximos dos años, junto con su facilidad de acceso al financiamiento. Cuanto más fuerte sea el acceso, mayor será la tolerancia a grandes necesidades de financiamiento del gobierno. Al evaluar el riesgo de refinanciamiento, normalmente tomamos en cuenta el tamaño de los futuros pagos de principal en el contexto de la facilidad de acceso del gobierno al financiamiento. Los grandes pagos de principal con vencimiento en moneda extranjera suelen exponer a los gobiernos a un mayor riesgo, incluida una base más inestable de inversores, la presión resultante sobre los tipos de cambio si los vencimientos en moneda extranjera se refinancian mediante la emisión de deuda en moneda local y el potencial de agotamiento de las reservas de divisas.

OUTDATED  
METHODOLOGY

## FACTOR

## Susceptibilidad a riesgo de evento

| Subfactor                       | Subsubfactor                          | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Riesgo de liquidez del gobierno | Facilidad de acceso al financiamiento | El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a mercados de capitales locales extremadamente profundos con una base amplia y diversa de inversores, incluyendo una amplia gama de inversores institucionales. El gobierno tiene acceso indiscutido a una gama extremadamente amplia de inversores no residentes en deuda en moneda local, lo que generalmente refleja el estado de moneda de reserva de su moneda. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores amplia y diversa. | El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a mercados de capitales locales extremadamente profundos con una base amplia y diversa de inversores, incluyendo una amplia gama de inversores institucionales. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a una amplia gama de inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de inversores no residentes en mercados de capitales locales y mercados de crédito es extremadamente estable. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores amplia y diversa. | La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a mercados de capitales locales profundos con una base de inversores razonablemente amplia y diversa, incluida una serie de inversores institucionales. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a una amplia gama de inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de inversores no residentes en mercados de capitales locales y mercados de crédito es extremadamente estable. Por lo general, el gobierno tiene acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores razonablemente amplia y diversa. | La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a mercados de capitales locales profundos con una base de inversores razonablemente amplia y diversa, incluida una serie de inversores institucionales. La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito puede ser volátil, pero se espera que se mantenga bastante estable a lo largo del tiempo. Por lo general, el gobierno tiene acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores razonablemente amplia y diversa. | El gobierno tiene acceso intermitente a los mercados de capitales locales, los cuales son relativamente estrechos y subdesarrollados. La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito puede ser volátil, pero se espera que se mantenga bastante estable a lo largo del tiempo. El gobierno tiene acceso intermitente a financiamiento en moneda extranjera a través de una gama relativamente estrecha de inversores y una variedad de acreedores oficiales. | El gobierno tiene acceso intermitente a los mercados de capitales locales, los cuales son relativamente estrechos y subdesarrollados. El gobierno tiene acceso intermitente a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito es limitada y puede ser volátil. El gobierno tiene acceso intermitente a financiamiento en moneda extranjera a través de una gama relativamente estrecha de inversores y una variedad de acreedores oficiales. | El gobierno tiene acceso muy limitado a los mercados de capitales locales, los cuales son estrechos y subdesarrollados. El gobierno tiene acceso intermitente a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito es limitada y puede ser volátil. El gobierno no tiene o prácticamente no tiene acceso a financiamiento de mercado en moneda extranjera y tiene acceso relativamente limitado a acreedores oficiales. | El gobierno tiene acceso muy limitado a los mercados de capitales locales, los cuales son estrechos y subdesarrollados. El gobierno no tiene acceso o tiene acceso muy limitado a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de inversores no residentes en mercados de capitales locales y mercados de crédito es superficial, volátil y poco confiable. El gobierno no tiene o prácticamente no tiene acceso a financiamiento de mercado en moneda extranjera y tiene un acceso relativamente limitado a acreedores oficiales. |

Fuente: Moody's Investors Service.

### Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de riesgo del sector bancario

Evaluamos este subfactor cualitativamente sobre la base de nuestra visión del riesgo de una crisis sistémica y del impacto que puede tener en la fortaleza económica y las finanzas públicas de un país, incluso mediante la materialización de pasivos contingentes del sistema bancario en el balance del gobierno.

Hay dos consideraciones principales que sustentan nuestra evaluación del riesgo del sector bancario para el soberano: el perfil crediticio intrínseco del sistema bancario local, es decir, la ausencia de apoyo del gobierno, que fundamenta nuestra evaluación del riesgo de evento crediticio del sector bancario (BSCE, por sus siglas en inglés); y el tamaño del sistema local, medido o estimado por el total de activos bancarios locales en relación con el PIB. Cuanto más débil y más grande sea el sistema bancario, mayor será el potencial de que los pasivos contingentes se materialicen en el balance del gobierno y de que una crisis bancaria se extienda al funcionamiento de la economía.

A efectos de nuestra evaluación tanto del tamaño como de la fortaleza del sistema bancario, definimos a los bancos locales como bancos que tienen una fuerte presencia en el mercado interno, como acreedores o inversores, así como entidades de crédito. Si bien las subsidiarias de instituciones financieras extranjeras serían incluidas normalmente como bancos locales, es mucho menos probable que incluyamos las sucursales de bancos extranjeros a menos que tengan importantes actividades de préstamos o depósitos en el mercado local.

En consecuencia, nuestra evaluación del tamaño y la solidez del sistema bancario local puede ser muy diferente de la del sistema bancario total en el caso de los países que cuentan con grandes centros financieros extraterritoriales. Del mismo modo, las operaciones extraterritoriales de los bancos locales serían incluidas dentro del perímetro de nuestra evaluación cuando tengamos una expectativa razonable, sobre la base de acciones, leyes o fallos anteriores, de que estas operaciones extraterritoriales serán consideradas en una resolución parte del negocio principal del banco local, dando lugar a riesgos de pasivos contingentes para el soberano.

### RIESGO DE EVENTO CREDITICIO DEL SECTOR BANCARIO (BSCE):

Utilizamos el promedio de las evaluaciones del riesgo crediticio base (BCA, por sus siglas en inglés), ponderadas por activos bancarios, para bancos locales calificados (como se describió anteriormente). Las BCA son nuestras opiniones respecto de la fortaleza intrínseca individual de los emisores que no cuentan con el apoyo extraordinario por parte de una afiliada o un gobierno.<sup>15</sup>

Nuestra evaluación considera la fortaleza crediticia subyacente del sistema interno, que puede no reflejarse completamente en la BCA promedio ponderada por activos para países en los que nuestras calificaciones cubren solo una parte del sector bancario general. Podemos considerar que el riesgo de un evento crediticio del sector bancario es mayor que la BCA promedio ponderada si el promedio del sistema en su conjunto no refleja las inquietudes crediticias existentes en una parte discreta, pero importante, del sistema. Por ejemplo, cuando la BCA promedio ponderada aumenta por las BCA de un pequeño número de bancos sólidos y subestima el riesgo que implica para el soberano un mayor número de bancos pequeños con una calidad crediticia más débil, la puntuación de este subfactor normalmente reflejaría el riesgo más alto.

Por el contrario, un sistema bancario predominantemente extranjero, cuyos bancos matrices tengan la capacidad y una alta propensión a apoyar las sucursales o subsidiarias de otras jurisdicciones, normalmente reduciría la necesidad de apoyo soberano o sus costos. En estos casos, podemos considerar que el riesgo

<sup>15</sup> La afiliada incluye una matriz, grupos cooperativos e importantes inversores (normalmente con un derecho a voto superior al 20%). El gobierno incluye a los gobiernos locales, regionales y nacionales. Para obtener más información sobre las evaluaciones del riesgo crediticio base, consulte nuestra metodología que analiza los bancos y el documento *Símbolos y definiciones de calificaciones*; en la sección "Publicaciones relacionadas de Moody's", se encuentra un enlace a esta publicación y nuestro índice de metodologías sectoriales e intersectoriales.

crediticio del sector bancario es menor del implicado por la BCA promedio ponderada del sistema interno, ya que dicho apoyo reduce los pasivos contingentes del gobierno y puede disminuir el impacto de un evento crediticio del sector bancario a nivel local. Nuestra evaluación puede considerar la porción de activos locales de propiedad extranjera, así como el potencial de apoyo de la matriz para reducir el riesgo crediticio de un banco local, lo que puede incluir referencia a la BCA ajustada de las subsidiarias (que incorpora el apoyo a afiliadas).

Cuando la cobertura de calificación en un sistema es nula o muy pequeña, calculamos el riesgo de un evento crediticio del sector bancario en función de los datos disponibles del sistema bancario en su totalidad y el criterio analítico, incluida la calificación soberana existente o esperada. En estos casos, normalmente utilizamos el punto de referencia correspondiente proporcionado en la siguiente tabla. La puntuación BSCE no puede ser superior a la calificación soberana y generalmente es inferior,<sup>16</sup> lo cual contempla la relación entre la calificación soberana y el riesgo de un evento crediticio del sector bancario.

Al evaluar el riesgo de un evento crediticio del sector bancario en países donde la cobertura es nula o muy pequeña, consideramos información adicional sobre el sistema bancario, que incluye nuestra comprensión del perfil financiero del sistema, la capitalización, la liquidez, la estructura de la industria, la rentabilidad y el rendimiento de los activos, además de comparaciones con otros sistemas bancarios con características similares.

FIGURA 9

**Riesgo de evento crediticio del sector bancario**

| Categoría de calificación soberana | Puntuación indicativa del riesgo de evento crediticio del sector bancario |
|------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------|
| Aaa                                | a3                                                                        |
| Aa                                 | baa2                                                                      |
| A                                  | baa3                                                                      |
| Baa                                | ba1                                                                       |
| Ba                                 | ba3                                                                       |
| B                                  | b2                                                                        |

Fuente: Moody's Investors Service.

**TOTAL DE ACTIVOS BANCARIOS LOCALES/PIB:**

Medimos o estimamos el tamaño del sistema bancario utilizando el índice de activos totales del sector bancario local (como se describió anteriormente) en relación con el PIB. En igualdad de condiciones, cuanto mayor sea el tamaño relativo del sistema bancario local, mayores serán los riesgos de pasivos contingentes y los riesgos de efectos secundarios negativos para la economía. En los casos en que nuestra evaluación del riesgo de un evento crediticio del sector bancario se basa en un subconjunto del sistema local, ajustamos el perímetro del tamaño en consecuencia.

**Combinación del BSCE con el índice del total de activos bancarios locales/PIB para llegar a la puntuación de riesgo del sector bancario**

Utilizando la matriz que se muestra en la Figura 10 a continuación, combinamos la puntuación BSCE con el índice del total de activos bancarios locales a PIB para estimar el riesgo total del sector bancario para el soberano.

<sup>16</sup> En el caso improbable de que la puntuación BSCE fuera más alta que una calificación propuesta para el soberano, usaríamos esa calificación propuesta como la puntuación BSCE, repitiéndose según sea necesario hasta que se cumpla la condición.

FIGURA 10

**Riesgo del sector bancario para el soberano**

| Total de activos bancarios locales/PIB | Riesgo de evento crediticio del sector bancario |      |      |      |         |        |       |
|----------------------------------------|-------------------------------------------------|------|------|------|---------|--------|-------|
|                                        | aaa-a3                                          | baa1 | baa2 | baa3 | ba1-ba2 | ba3-b3 | caa-c |
| ≥ 400%                                 | a                                               | a    | baa  | ba   | b       | b      | ca    |
| 230 - 400%                             | a                                               | a    | baa  | baa  | ba      | b      | ca    |
| 180 - 230%                             | a                                               | a    | a    | baa  | ba      | ba     | b     |
| 80 - 180%                              | a                                               | a    | a    | a    | baa     | ba     | ba    |
| < 80%                                  | aaa                                             | aa   | aa   | a    | a       | baa    | ba    |

Fuente: Moody's Investors Service.

**Ajustes a la puntuación del subfactor de riesgo del sector bancario**

Podemos ajustar la puntuación del subfactor de riesgo del sector bancario en función de consideraciones que no son reflejadas completamente en el BSCE ni el índice de activos totales del sector bancario local en relación con el PIB. Los ajustes pueden ser al alza o a la baja y se limita a dos categorías de puntuación.

Algunos ejemplos de estas otras consideraciones pueden ser:

- » Cuando el sistema bancario local, independientemente de su tamaño total, está muy concentrado en algunos bancos, consideramos si existe un mayor riesgo de que el estrés de una sola institución provoque una crisis sistémica. Podemos concluir que los riesgos para el soberano debido a un sistema bancario altamente concentrado justifican una puntuación de riesgo del sector bancario inferior a la indicada por la puntuación inicial.
- » Normalmente no consideramos que la existencia de un régimen de resolución operativa (ORR, por sus siglas en inglés) sea un factor atenuante en la evaluación del riesgo del sector bancario para el soberano. Esto se debe a que un ORR, que implica una legislación específica que permita la resolución ordenada de un banco insolvente, puede ser eficaz en la eliminación de riesgos para el soberano en caso de insolvencia de un banco en particular, pero es menos probable que resulte eficaz en la mitigación o eliminación de riesgos de pasivos contingentes para el soberano en caso de una crisis bancaria sistémica, o cual es el centro de atención desde una perspectiva soberana. En raras ocasiones cuando consideramos que un ORR es eficaz en caso de una crisis sistémica, podemos considerar que los riesgos de pasivos contingentes que surgen del sector bancario son inferiores a aquellos sugeridos por la puntuación inicial. Esa eficacia probablemente conllevaría pruebas claras, recientes y objetivas de que el soberano está dispuesto a no proporcionar apoyo financiero a múltiples entidades dentro del sistema bancario.
- » Podemos considerar la posibilidad de ajustar la puntuación del subfactor a la baja en caso de que se produzca un cambio significativo y sostenido en la confianza que implique fuertes presiones financieras para el sector bancario, incluso mediante un fuerte aumento de los costos de financiamiento, y aumente el riesgo potencial de una crisis bancaria sistémica.
- » En raras ocasiones, podríamos considerar la posibilidad de ajustar la puntuación del subfactor de riesgo del sector bancario a la baja para reflejar los riesgos para el soberano que surgen del sector financiero en general, tanto en términos de pasivos contingentes como de posibles alteraciones en la economía en general. Por ejemplo, podemos ajustar nuestra evaluación a la baja para reflejar los riesgos para el soberano que surgen de instituciones financieras sistémicamente importantes. Un ajuste a la baja también podría reflejar los riesgos presentados por la posible necesidad de que el soberano intervenga para apoyar a los bancos de políticas públicas, a fin de cumplir una obligación contractual o por otro motivo.

- » Cuando consideramos que el riesgo de una crisis bancaria ha aumentado y es inminente, la puntuación del subfactor de riesgo del sector bancario también puede incorporar un análisis de escenarios de pasivos contingentes del soberano derivados del sector bancario que podrían materializarse en el balance del soberano. A los efectos de este análisis de escenarios, consideramos las posibles necesidades de capital de todos los bancos calificados y las extrapolamos de manera proporcional a todo el sistema bancario según lo requieran los países con varios bancos no calificados.

#### Método de evaluación para la tarjeta de puntuación: subfactor de riesgo de vulnerabilidad externa

Si bien incorporamos múltiples elementos cuantitativos en nuestro análisis de la vulnerabilidad externa, nuestra evaluación de este subfactor es principalmente cualitativa, basada en las descripciones de la tabla siguiente, e incorpora múltiples dimensiones en una sola evaluación. Entre las principales consideraciones se incluyen el estado de la cuenta corriente del país y su estructura financiera, el nivel y la sostenibilidad de sus pasivos externos, la presencia de reservas de divisas y la capacidad general para acceder a una moneda fuerte. Para un emisor en particular, la interacción entre estos riesgos y mitigantes suele ser muy específica, los cuales consideramos holísticamente para llegar a una evaluación general.

#### Saldo de cuenta corriente y método de financiamiento

Consideramos el estado de la cuenta corriente y la estructura de financiamiento del déficit en cuenta corriente. Las consideraciones incluyen el tamaño y el historial de los superávits o déficits en cuenta corriente en relación con el PIB, la composición del financiamiento externo y el nivel de diversificación de la base de exportaciones de la economía.

- » **Saldo en cuenta corriente.** Nuestra expectativa a futuro del saldo en cuenta corriente (CAB, por sus siglas en inglés), basada en el historial y en nuestra evaluación de los factores determinantes del cambio, a menudo sirve de referencia principal para evaluar la vulnerabilidad externa. El CAB registra todas las transacciones transfronterizas entre residente y no residentes, incluidas las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, las transferencias unilaterales (como subsidios oficiales y remesas de trabajadores) y los flujos de pagos de dividendos e intereses de activos y pasivos extranjeros. El CAB es positivo si los ingresos del exterior superan los pagos y es negativo en caso contrario. Por lo tanto, el CAB (cuando está en déficit) ofrece un indicio aproximado de la posición externa, es decir, la importación neta de capital extranjero que necesita un país para cerrar la brecha entre los ahorros internos y las inversiones. En momentos de menor apetito por el riesgo, los grandes déficits en cuenta corriente pueden aumentar la vulnerabilidad de un país a interrupciones repentinas del financiamiento externo, con consecuencias negativa para la economía en general.

Consideramos que una posición externa estructuralmente sólida, demostrada por una cuenta corriente constantemente equilibrada o en superávit, representa una fortaleza crediticia. Por el contrario, los grandes y persistentes déficits en cuenta corriente indican un desequilibrio estructural negativo desde el punto de vista crediticio —por ejemplo, las características estructurales de la economía que restringen el ahorro o la competitividad— y en general nos llevan a considerar la posibilidad de asignar una puntuación baja a este subfactor.

- » **Financiamiento de la posición externa.** La forma en que se financia un déficit en cuenta corriente es muy significativa para evaluar el riesgo que este tipo de déficit implica para el soberano. Financiar un déficit en cuenta corriente mediante flujos de capital o similares, que en general son a corto plazo y pueden ser volátiles, expone a la economía a cambios en la confianza de los inversores internacionales. La inversión extranjera directa (IED) es por lo general una fuente más estable de financiamiento externo y menos propensa a interrupciones repentinas, y la dependencia de la IED para financiar un déficit en cuenta corriente puede indicar que el país presenta una combinación de crecimiento, estabilidad y rendimientos que resultan atractivos para los inversores. Cuando los déficits en cuenta corriente son

financiados total y constantemente con flujos provenientes de IED, las puntuaciones del subfactor suelen ser relativamente altas.

- » **Estructura de la base de exportaciones.** La diversificación de la base de exportaciones puede ser un elemento distintivo en nuestra evaluación. Un soberano con una economía en la que una proporción elevada (alrededor de la mitad en general) de exportaciones totales de bienes y servicios está determinada por un solo producto básico, o por múltiples productos básicos cuyos precios están altamente correlacionados, es más vulnerable a choques en los términos de intercambio y fluctuaciones significativas en el saldo en cuenta corriente y normalmente recibiría una puntuación más baja en este subfactor. Por el contrario, un alto grado de diversificación de las exportaciones puede proporcionar una absorción de los choques y, por lo general, llevaría a un cierto aumento de nuestra evaluación de este subfactor.

### ***Sostenibilidad de la deuda externa***

Consideramos el nivel de pasivos externos de la economía y su capacidad para soportar un determinado nivel de deuda externa. Los indicadores que fundamentan este aspecto de nuestra evaluación pueden incluir el índice de deuda externa bruta a ingresos en cuenta corriente, la posición de inversión internacional neta (NIIP, por sus siglas en inglés) y la composición de los pasivos externos totales.

En nuestra evaluación, consideramos tanto el índice de deuda externa bruta a ingresos en cuenta corriente como la NIIP<sup>17</sup> en relación con el PIB. Ambos son indicadores de la sostenibilidad del saldo en cuenta corriente del país y de la posibilidad de que surjan dificultades relacionadas con la balanza de pagos. Normalmente asignamos una puntuación más baja a los soberanos con un alto nivel de pasivos externos, especialmente si una gran parte está compuesta por obligaciones de deuda a corto plazo que dan lugar a necesidades muy elevadas de refinanciamiento externo.

Sin embargo, también consideramos que el nivel de resiliencia económica —la fortaleza intrínseca de la economía y las instituciones— es un mitigante clave. Las economías con niveles muy altos de resiliencia económica suelen ser capaces de soportar una carga de deuda externa más elevada, incluso en momentos de crisis económicas o financieras. Esto puede reflejar un atractivo general para inversores, instituciones sólidas y marcos políticos, mercados financieros profundos y líquidos, y un potencial económico sostenido. Como resultado, estos países suelen recibir la puntuación más alta en este subfactor. Por el contrario, los países con una resiliencia económica moderada o baja suelen ser más susceptibles a choques externos y a riesgos asociados con un nivel más alto de deuda externa, y suelen recibir puntuaciones más bajas en este subfactor.

### ***Reservas de divisas y otros recursos***

Consideramos la capacidad de la economía para pagar la deuda externa y su facilidad para acceder a monedas fuertes. Los países mantienen reservas de divisas en parte como colchón frente a déficits en cuenta corriente y de capital. En general, los países con obligaciones de deuda externa elevadas en relación con las reservas de divisas están particularmente en riesgo de sufrir una crisis externa.

En nuestra evaluación de la vulnerabilidad externa, consideramos principalmente la adecuación de las reservas mediante el índice de vulnerabilidad externa (IVE)<sup>18</sup>, el cual mide o calcula la capacidad relativa de

<sup>17</sup> La diferencia entre el valor de mercado de los activos extranjeros de un país y el de sus pasivos.

<sup>18</sup> El índice se define como el nivel de reservas extranjeras oficiales a fines del año t-1 en el denominador, y la deuda a corto plazo con vencimiento residual (incluida la deuda a corto plazo con vencimiento original y los pagos de principal de la deuda a largo plazo) exigible en el año t en el numerador. También se incluyen en el numerador los depósitos en bancos locales efectuados por no residentes con un plazo de vencimiento superior a un año (los que tienen un vencimiento inferior a un año ya están incluidos en la deuda a corto plazo). Esto es así porque, en caso de una corrida monetaria generalizada, es posible que los depositantes intenten retirar los

un soberano para usar reservas internacionales de disponibilidad inmediata para pagar la deuda, incluso en caso de un rechazo total de los acreedores para refinanciar la deuda exigible en un plazo de un año. Una alta proporción, particularmente una que supere el 100%, puede ser un signo de vulnerabilidad, ya sea debido a una deuda excesiva a corto plazo, a grandes futuros pagos de deuda a largo plazo o a reservas insuficientes. Un país con un IVE elevado, o en el que las presiones sobre la capacidad del gobierno o del sector privado para pagar la deuda externa sean evidentes, normalmente recibiría una puntuación baja en nuestra evaluación. La pertenencia a una unión monetaria en la que la convertibilidad de la moneda está garantizada por un garante externo sólido puede limitar la vulnerabilidad externa. En tales casos, el IVE se calcularía normalmente a nivel de la unión monetaria —si se agrupan las reservas de divisas de todos los países miembros— en lugar de a nivel nacional. También consideramos otros factores que mitigan el riesgo de pago de la deuda externa, como la composición monetaria o la presencia de grandes deudas intragrupo. Una gran parte de la deuda externa en moneda local suele tener una influencia positiva en nuestra puntuación del subfactor y, por lo general, consideramos que la deuda intragrupo conlleva menos riesgo de pago porque puede ser más fácil de refinanciar. Nuestra evaluación de la vulnerabilidad externa generalmente se centra en la economía en su conjunto. Sin embargo, cuando la composición de la deuda externa varía significativamente de un sector a otro, también podemos centrarnos en el riesgo externo en el caso de los sectores que son importantes para la economía. En los países donde no se dispone de datos completos u oportunos sobre la deuda externa, también podemos considerar la cobertura de las importaciones, es decir, la cantidad de meses de importaciones que pueden cubrirse con reservas de divisas disponibles inmediatamente.

No todos los países necesitan mantener el mismo nivel de reservas. En el caso de las economías avanzadas, podemos considerar la capacidad del país para utilizar recursos adicionales a los colchones de reservas para pagar la deuda externa, incluido el acceso confiable a los mercados de divisas. La disponibilidad y la adecuación de otros medios de acceso a divisas fuertes y el papel del país en el sistema financiero global también pueden ser una consideración importante en nuestra evaluación. Un historial de acceso profundo y resiliente a los mercados de fondeo, incluido el mercado de intercambio de divisas, es positivo desde el punto de vista crediticio y puede dar lugar a puntuaciones más altas en este subfactor. Los países con una moneda local que se benefician de un estado de reserva suelen recibir la puntuación más alta.

---

depósitos de largo plazo incluso si tienen que pagar una penalidad por hacerlo. Por lo tanto, el IVE mide la capacidad de resistir una pérdida (temporaria) de confianza de los inversores derivada de la percepción de un mayor riesgo o de una restricción de liquidez generalizada.

## FACTOR

## Susceptibilidad a riesgo de evento

| Subfactor                               | Subsubfactor                     | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-----------------------------------------|----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Riesgo de vulnerabilidad externa</b> | Riesgo de vulnerabilidad externa | El país se beneficia de un superávit externo estructural, como lo demuestran los continuos superávits en cuenta corriente que resultan de una base de exportaciones bien diversificada. El país tiene un bajo nivel de pasivos externos netos. Por otro lado, una resiliencia económica muy elevada y un atractivo general para los inversores le permiten soportar una elevada carga de la deuda externa, incluso en momentos de crisis económicas y financieras. El país tiene acceso sin restricciones a los mercados internacionales de capitales, a través de una moneda de reserva. | El país se beneficia de un superávit externo estructural, como lo demuestran los continuos superávits en cuenta corriente que resultan de una base de exportaciones bien diversificada. El país tiene un bajo nivel de pasivos externos netos. Por otro lado, una resiliencia económica muy elevada y un atractivo general para los inversores le permiten soportar una elevada carga de la deuda externa, incluso en momentos de crisis económicas y financieras. Se espera que el país no tenga dificultades para utilizar las reservas de divisas de disponibilidad inmediata para pagar la deuda externa. Por otro lado, el país tiene un acceso profundo y estable a los mercados de divisas o a un fuerte garante externo, lo que limita la necesidad de grandes colchones de divisas. | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean pequeños (normalmente inferiores al 5% del PIB a lo largo de tres años) y sigan siendo financiados total y constantemente con flujos provenientes de IED. El país tiene una resiliencia económica alta o moderada o un nivel moderado de pasivos externos en toda la economía (por encima del 100% de los ingresos en cuenta corriente). Se espera que el país no tenga dificultades para utilizar las reservas de divisas de disponibilidad inmediata para pagar la deuda externa. Por otro lado, el país tiene un acceso profundo y estable a los mercados de divisas o a un garante eterno creíble, lo que limita la necesidad de grandes colchones de divisas. | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean pequeños (normalmente inferiores al 5% del PIB a lo largo de tres años) y sigan siendo financiados total y constantemente con flujos provenientes de IED. El país tiene una resiliencia económica alta o moderada o un nivel moderado de pasivos externos en toda la economía (normalmente por encima del 100% de los ingresos en cuenta corriente). El país presenta una vulnerabilidad relativamente limitada en su capacidad para pagar la deuda externa. Se espera que las reservas de divisas sigan siendo suficientes para evitar presiones externas de liquidez (IVE normalmente de alrededor del 100%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean grandes y persistentes (normalmente de más del 5% del PIB a lo largo de tres años). El financiamiento depende en parte de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. El país es un deudor neto. Tiene una baja resiliencia económica y un alto nivel de pasivos externos en toda la economía (normalmente superior al 200% de los ingresos en cuenta corriente), lo que lo hace vulnerable a choques externos. El país presenta una vulnerabilidad relativamente limitada en su capacidad para pagar la deuda externa. Se espera que las reservas de divisas sigan siendo suficientes para evitar presiones externas de liquidez (IVE normalmente de alrededor del 100%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean grandes y persistentes (normalmente de más del 5% del PIB a lo largo de tres años). El financiamiento depende en parte de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. El país es un deudor neto. Tiene una baja resiliencia económica y un alto nivel de pasivos externos en toda la economía (normalmente superior al 200% de los ingresos en cuenta corriente), lo que lo hace vulnerable a choques externos. El país muestra una vulnerabilidad cada vez mayor en su capacidad para pagar la deuda externa. Las reservas de divisas han caído a niveles bajos y la liquidez externa está cada vez más limitada (IVE normalmente de alrededor del 200%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean muy grandes y persistentes, lo que indica un desequilibrio estructural. El financiamiento depende mucho de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. La base de exportaciones es estrecha o está concentrada en productos básicos. El país es un deudor neto. Muestra una resiliencia económica muy débil y un nivel muy alto de pasivos externos en toda la economía (normalmente superiores al 400% de los ingresos en cuenta corriente), o una gran proporción compuesta por deuda a corto plazo que da lugar a necesidades muy elevadas de refinanciamiento externo. El país muestra una vulnerabilidad cada vez mayor en su capacidad para pagar la deuda externa. Las reservas de divisas han caído a niveles muy bajos y la liquidez externa está considerablemente limitada (IVE normalmente por encima del 200%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean muy grandes y persistentes, lo que indica un desequilibrio estructural. El financiamiento depende mucho de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. La base de exportaciones es estrecha o está concentrada en productos básicos. El país es un deudor neto. Muestra una resiliencia económica muy débil y un nivel muy alto de pasivos externos en toda la economía (normalmente superiores al 400% de los ingresos en cuenta corriente), o una gran proporción compuesta por deuda a corto plazo que da lugar a necesidades muy elevadas de refinanciamiento externo. El país muestra una vulnerabilidad significativa en su capacidad para pagar la deuda externa. Las reservas de divisas han caído a niveles muy bajos y la liquidez externa está considerablemente limitada (IVE normalmente por encima del 200%). |

Fuente: Moody's Investors Service.

## Ajuste a la puntuación del subfactor de riesgo de vulnerabilidad externa

### OTROS:

Podemos ajustar la puntuación del subfactor en función de consideraciones que no se reflejan completamente en las consideraciones mencionadas anteriormente. El ajuste puede ser al alza o a la baja y se limita a dos categorías de puntuación.

### Cómo pueden afectar los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG) las puntuaciones del factor soberano

Los riesgos ambientales, sociales y de gobernanza (ESG, por sus siglas en inglés) para los soberanos son incluidos en nuestro análisis crediticio e incorporados en los factores de la tarjeta de puntuación de diversas formas, en lugar de ser un conjunto discreto de factores crediticios.

Los riesgos ambientales se relacionan principalmente con el impacto económico y fiscal de los choques específicos del entorno de cada soberano. Algunos de estos riesgos se refieren a las condiciones de vida en general, como el acceso a agua potable y la contaminación. Los choques podrían incluir desastres naturales previsible e imprevistos u otros fenómenos que amenazan la disponibilidad de recursos naturales. Estos riesgos se reflejan principalmente en nuestra puntuación de los factores de fortaleza económica y fortaleza fiscal.

Por ejemplo, los choques climáticos, como los desastres naturales provocados por el cambio climático, pueden afectar las cuentas fiscales en el corto plazo y dar lugar a un menor crecimiento en el largo plazo, en particular en los pequeños estados insulares susceptibles a mareas altas y tormentas marinas. Los desastres naturales frecuentes conducen a una mayor volatilidad del crecimiento, un signo de baja capacidad de absorción de choques y baja fortaleza económica. Las tendencias climáticas a largo plazo, como el aumento del nivel del mar, que ponen las zonas costeras en riesgo o el aumento de la contaminación también pueden tener un impacto negativo en el potencial de crecimiento y conducir a un gasto público estructuralmente más elevado. Los cambios en la disponibilidad de energía y alimentos pueden exacerbar aún más la creciente demanda social. En general, las economías concentradas en sectores que dependen del clima, como la agricultura o el turismo, están particularmente expuestas a riesgos ambientales.

Las consideraciones ambientales también incluyen otros desastres naturales o desastres causados por el hombre, como terremotos o grandes accidentes industriales. La capacidad institucional y financiera de un soberano para hacer frente a esos choques es un respaldo crediticio importante en dichas circunstancias.

Las consideraciones sociales incluyen, entre otras cosas, las implicaciones fiscales, económicas y políticas de condiciones tales como la pobreza, la desigualdad o la violencia y la delincuencia; la calidad de la educación y la medida en que la competitividad y la flexibilidad de una economía está respaldada; la disponibilidad de una vivienda adecuada para dar soporte a las poblaciones trabajadoras; y las implicaciones crediticias relacionadas principalmente con políticas públicas que las tensiones tienen dentro de la sociedad como resultado de la falta de libertad política y representación. Los cambios demográficos, incluido el envejecimiento, son incorporados en nuestra visión a futuro de los indicadores de fortaleza económica y fortaleza fiscal. Una población de edad avanzada representa una pequeña proporción de la población activa, lo que afecta el crecimiento económico a largo plazo. También se traduce en un aumento del gasto en materia de pensiones y salud que, si no es compensado con mayores ingresos o menores gastos por otros conceptos, debilita la fortaleza fiscal. Además, dado que los individuos tienden a ahorrar menos durante su jubilación, los ahorros totales tienden a disminuir con un posible impacto negativo en la asequibilidad de la deuda y en la balanza de pagos. Las medidas adoptadas para hacer frente al envejecimiento, que incluyen la reducción de las pensiones y la prolongación de la vida laboral o el incentivo de la inmigración, pueden tener efectos secundarios en la política que distraen y reducen la credibilidad —y por ende la eficacia— de los legisladores.

El aumento de la desigualdad en términos de riqueza e ingresos puede generar demandas de nuevos tipos de políticas públicas, gobiernos y partidos políticos, con implicaciones positivas o negativas para la eficacia de las políticas públicas y el potencial crecimiento. Cuando se considera que los políticos no responden a las demandas sociales que van surgiendo, la falta de representación puede dar lugar a demandas repentinas, y a veces violentas, de mayor libertad, aumentando a su vez la crisis política y reduciendo el crecimiento económico. Al mismo tiempo, los niveles de violencia crónicamente altos pueden reducir la inversión y frenar el crecimiento económico. Cuando son necesarios aumentos fuertes y sostenidos del gasto público en seguridad, la violencia también puede afectar la fortaleza fiscal de un soberano.

Los soberanos, en particular los que dependen de hidrocarburos como fuente de ingresos, también están expuestos al riesgo de transición a bajas emisiones de carbono. Los esfuerzos realizados a nivel global para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero impactan negativamente en el crecimiento de la demanda de productos derivados de hidrocarburos, afectando de esta forma la fortaleza fiscal de los soberanos en los que una gran parte de los ingresos públicos está relacionada con la venta de estos derivados. Las posiciones externas también pueden debilitarse, lo que podría aumentar los riesgos de vulnerabilidad externa y la inestabilidad macroeconómica. Para los importadores de energía, los costos en la economía asociados con el hecho de no utilizar combustibles hidrocarbúricos pueden ser significativos, lo cual afecta la fortaleza fiscal.

Las consideraciones sociales abarcan riesgos para los perfiles crediticios de los soberanos derivados de las características y la estructura de la sociedad. Muchas de estas consideraciones son reflejadas directamente en nuestra puntuación del factor de fortaleza institucional y de gobernanza. Sin embargo, el efecto de las características sociales y los cambios sociales también se verá reflejado con el tiempo en los indicadores económicos y fiscales de un país, así como en su susceptibilidad a los riesgos locales y geopolíticos.

En general, las demandas sociales contenidas pueden tardar años, incluso décadas, en materializarse como consideraciones crediticias. La pobreza y la falta de representación política pueden llegar a convertirse en disturbios que conduzcan a un cambio de régimen, aumentando el riesgo político y afectando el crecimiento económico. Las medidas adoptadas por algunos gobiernos, en parte para atender algunas de las demandas sociales, incluidos aumentos muy grandes en los salarios del sector público, pueden contribuir a un debilitamiento de la fortaleza fiscal de esos soberanos.

Las cuestiones de gobernanza son una parte integral de nuestra evaluación de la fortaleza institucional y de gobernanza.

En casos poco frecuentes, las consideraciones de ESG, como una gobernanza muy débil o las tendencias climáticas que exponen a una economía al impacto negativo del cambio climático en términos económicos, fiscales y políticos, pueden no verse reflejadas completamente en la tarjeta de puntuación, pero son incorporadas en nuestro análisis. Ver la sección "Otras consideraciones de calificación".

## Otras consideraciones de calificación

Las calificaciones pueden incluir factores adicionales que no se encuentran en la tarjeta de puntuación, generalmente porque la importancia crediticia del factor varía ampliamente entre los emisores del sector o porque el factor puede ser importante solo en determinadas circunstancias o para un subconjunto de emisores. Estos factores incluyen nuestras evaluaciones de consideraciones ambientales y sociales. Las calificaciones también se ven afectadas por riesgos regulatorios, de litigios, de liquidez, tecnológicos y de reputación.

A continuación, se presentan algunos ejemplos de consideraciones adicionales que pueden verse reflejadas en nuestras calificaciones y que pueden hacer que las calificaciones difieran de los resultados indicados en la tarjeta de puntuación.

### Garantías parciales

La calidad crediticia de la deuda soberana puede beneficiarse de garantías parciales otorgadas por otra entidad, en general por otro soberano o banco multilateral de desarrollo. Esta entidad podrá garantizar parcialmente los instrumentos de deuda emitidos por el soberano con el fin de reducir el tipo de interés o mejorar de otro modo los términos y condiciones. La garantía es parcial si cubre una parte de la emisión de deuda en lugar del monto total. Consideramos que estas garantías reducen significativamente el riesgo crediticio solo cuando el garante tenga una calificación más alta que el soberano.

Cuando una entidad con calificación más alta proporciona una garantía parcial directa<sup>19</sup> para la emisión de bonos de un soberano, la diferencia entre la pérdida esperada del instrumento respaldado en relación con la pérdida esperada de un instrumento no respaldado sirve de base para nuestra evaluación de la medida en que la calificación del instrumento respaldado puede ajustarse al alza con respecto a la calificación de deuda no respaldada del soberano. A los fines de considerar las garantías parciales de los soberanos, y sobre la base de la vasta experiencia de pérdidas históricas promedio en diversos horizontes, puede considerarse que la reducción de un escalón en la escala de calificación alfanumérica implica generalmente un aumento promedio del 60% de las pérdidas esperadas para las calificaciones de grado de inversión (Aaa - Baa3) y un aumento promedio del 40% de las pérdidas esperadas para las calificaciones sin grado de inversión (Ba1 o menos). El impacto de la garantía parcial sobre la pérdida esperada depende de la cobertura que brinda de futuros pagos de deuda (porcentaje de principal o intereses o ambos) y de la calificación de la entidad que otorga la garantía parcial.<sup>20</sup> Cuando la cobertura es alta y el perfil de crédito del garante es considerablemente más fuerte que el perfil de crédito no respaldado del soberano, el aumento puede ser importante porque reflejaría una menor pérdida esperada del instrumento pertinente.

### Consideraciones ambientales, sociales y de gobernanza

En la medida en que no se vean reflejadas en la tarjeta de puntuación, las consideraciones de ESG que son importantes para nuestro análisis de calificación se consideran fuera de la tarjeta de puntuación. Para obtener más información sobre nuestro enfoque para evaluar cuestiones de ESG, ver nuestra metodología que describe nuestros principios generales para evaluar estos riesgos.<sup>21</sup>

<sup>19</sup> Cuando una entidad con mayor calificación otorga una garantía completa para la emisión de bonos de otra entidad, el instrumento normalmente es calificado utilizando nuestra metodología intersectorial que analiza la sustitución de crédito. En la sección "Publicaciones relacionadas de Moody's", se encuentra una liga a un índice de nuestras metodologías sectoriales e intersectoriales.

<sup>20</sup> El impacto de la garantía parcial suele basarse en las tasas de pérdida acumulada idealizada de Moody's de 10 años asociadas con el nivel de calificación del garante para la parte garantizada, y la calificación no respaldada o equivalente de la institución supranacional para la parte no garantizada.

<sup>21</sup> En la sección "Publicaciones relacionadas de Moody's", se encuentra un índice de nuestras metodologías sectoriales e intersectoriales.

### Riesgo de evento

También reconocemos la posibilidad de que un evento inesperado pueda provocar una caída repentina y aguda en la capacidad crediticia fundamental de un emisor, lo cual puede hacer que las calificaciones asignadas sean inferiores al resultado indicado en la tarjeta de puntuación. Los riesgos de evento —que son variados y pueden ir desde desastres naturales y desastres causados por el hombre hasta delitos cibernéticos significativos— pueden afectar a un emisor.

### Consideraciones especiales para los bancos centrales

Dado que el perfil crediticio de un banco central en general está inextricablemente entrelazado con el del gobierno y, por lo tanto, es influenciado por los mismos fundamentos crediticios, las calificaciones de emisor y de instrumentos asignadas a un banco central suelen corresponder a las del gobierno central. Al asignar una calificación a un banco central, consideramos la estructura institucional del banco central, así como la relación entre el soberano y el banco central y su alineación general.

Al evaluar un banco central regional, nuestro análisis considera la fortaleza crediticia de cada soberano que es miembro. Nuestro análisis de un banco central regional también se basa en su estructura institucional, que incluye el porcentaje de propiedad de los accionistas o miembros del banco central. A menudo nos centramos en los accionistas más fuertes del banco central y en su capacidad de apoyo, indicada normalmente por su calificación o perfil crediticio; sin embargo, la importancia relativa, o ponderación, del perfil crediticio de cada accionista depende de las circunstancias individuales del banco central regional. Por ejemplo, solemos considerar la importancia económica del banco central en la región, los recursos financieros disponibles y cualquier acuerdo institucional específico con miembros y no miembros que brindan apoyo.

La calificación de un banco central regional suele estar limitada por el techo monetario pertinente del accionista más fuerte.

### Asignación de calificaciones de emisor y de instrumentos y distinción entre calificaciones en moneda local y extranjera

Después de considerar el resultado indicado en la tarjeta de puntuación, otras consideraciones de calificación y metodologías intersectoriales pertinentes, podemos asignar una calificación de deuda sénior no garantizada, una calificación de emisor que normalmente corresponde a la calificación de deuda sénior no garantizada, o ambas. En caso de que un soberano emita instrumentos de deuda distintos de la deuda sénior no garantizada, las calificaciones de instrumentos de deuda individuales pueden ser ajustadas al alza o a la baja respecto de la calificación sénior no garantizada para reflejar nuestra evaluación de cualquier diferencia en la pérdida esperada derivada de la exigibilidad y la garantía de un instrumento.<sup>22</sup>

También podemos asignar calificaciones emisor y de instrumentos al banco central.

También utilizamos esta metodología para calificar instrumentos sukuk basados en activos cuando consideramos, en función de los términos y condiciones de los documentos financieros, que un instrumento sukuk representa una obligación equivalente a una obligación sénior no garantizada del soberano patrocinador.

<sup>22</sup> La garantía solo se considera en caso de reducir significativamente la pérdida de los acreedores en caso de incumplimiento. Dados los amplios poderes de los soberanos, esta garantía normalmente debería mantenerse de manera extraterritorial.

También podemos asignar calificaciones a corto plazo en función de nuestra metodología para asignar calificaciones a corto plazo.<sup>23</sup>

Nuestro enfoque de calificación normalmente no distingue entre obligaciones en moneda local y moneda extranjera. En raras ocasiones, podemos diferenciar entre las calificaciones y estas obligaciones cuando (i) la movilidad de capital sea limitada; y (ii) el gobierno enfrente limitaciones en términos de liquidez externa, o, en casos excepcionales, muestre una distinción importante y visible entre su capacidad y su disposición para pagar a acreedores en moneda local versus moneda extranjera (lo que podría dar lugar a calificaciones más bajas de las obligaciones en moneda extranjera), o viceversa (es decir, en casos muy excepcionales las obligaciones en moneda extranjera podrían tener una calificación superior a la calificación de las obligaciones en moneda local). La magnitud de un escalonamiento a favor de las obligaciones en moneda local depende de la severidad de la restricción de liquidez externa. Cualquier diferencia de más de dos escalones sería muy infrecuente.

Incluso si se cumplen estas dos condiciones necesarias, estableceríamos una distinción entre las calificaciones solo cuando consideremos que se mantendrán estas condiciones. Si, en nuestra opinión, estas condiciones pudieran evolucionar en un futuro previsible, es posible que no diferenciemos las calificaciones, por ejemplo, si es probable que el gobierno abra la cuenta de capital de la balanza de pagos o si la posición exterior del país mejora considerablemente.

## Supuestos

Los supuestos de calificación clave que se aplican en este sector incluyen nuestra visión de que la prelación de pago legal afecta la recuperación promedio en diferentes clases de deuda lo suficiente como para justificar en general las diferencias en las calificaciones de diferentes clases de deuda del mismo emisor, y el supuesto de que el acceso a la liquidez es un fuerte conductor del riesgo crediticio.

Nuestras opiniones prospectivas se basan en supuestos que, *a posteriori*, pueden resultar incorrectos. Los motivos de esto podrían incluir cambios no previstos en cualquiera de los siguientes factores: el entorno macroeconómico, las condiciones generales del mercado financiero, la competencia del sector, la tecnología disruptiva o acciones legales y regulatorias.

## Limitaciones

En las secciones anteriores, analizamos los factores de la tarjeta de puntuación, muchas de las otras consideraciones de calificación que pueden ser importantes para asignar calificaciones y algunos supuestos clave. En esta sección, analizamos las limitaciones relacionadas con la tarjeta de puntuación y con la metodología de calificación en general.

### Limitaciones de la tarjeta de puntuación

Existen varios motivos por los cuales es posible que los resultados indicados en la tarjeta de puntuación no tengan una fuerte correlación con las calificaciones asignadas.

La tarjeta de puntuación de esta metodología de calificación es una herramienta relativamente simple que se centra en los indicadores de fortaleza crediticia relativa. Es posible que las consideraciones de pérdida crediticia y de recuperación, que en general son más importantes cuanto más cerca está un emisor del

<sup>23</sup> En la sección "Publicaciones relacionadas de Moody's", se encuentra una liga a un índice de nuestras metodologías sectoriales e intersectoriales.

incumplimiento, no se vean reflejadas completamente en la tarjeta de puntuación. Esta última también está restringida por sus límites superior e inferior, lo que hace que sea menos factible que los resultados indicados en la tarjeta de puntuación concuerden con las calificaciones de los emisores de los extremos superior e inferior de la escala de calificación.

Las ponderaciones de cada subfactor y factor de la tarjeta de puntuación representan una aproximación de su importancia para tomar decisiones de calificación en el sector, pero la importancia real de un factor en particular puede variar considerablemente en función de las circunstancias de un emisor específico.

Los factores no incluidos en la tarjeta de puntuación, como aquellos analizados en la sección "Otras consideraciones de calificación", pueden ser importantes para las calificaciones, y su importancia relativa también puede variar de un emisor a otro. Además, determinadas consideraciones metodológicas generales descritas en una o más metodologías de calificación intersectoriales pueden ser relevantes para las calificaciones en este sector.<sup>24</sup> Los siguientes son ejemplos de tales consideraciones: la clasificación relativa de las diferentes clases de deuda y títulos híbridos, y la asignación de calificaciones a corto plazo.

Podemos utilizar la tarjeta de puntuación en diferentes períodos históricos o prospectivos. Además, en nuestras calificaciones solemos incorporar una visión direccional de los riesgos y mitigantes en forma cualitativa.

---

### Limitaciones generales de la metodología

Esta metodología no incluye una descripción exhaustiva de todos los factores que podemos considerar para asignar calificaciones en este sector. Las instituciones del sector pueden enfrentar nuevos riesgos o nuevas combinaciones de riesgos, y pueden desarrollar nuevas estrategias para mitigar el riesgo. Buscamos incorporar todas las consideraciones crediticias importantes en nuestras calificaciones con la perspectiva de más largo plazo que sea posible dada la visibilidad de estos riesgos y mitigantes.

Las calificaciones reflejan nuestra expectativa del futuro desempeño de un emisor; sin embargo, a medida que el horizonte prospectivo se prolonga, aumenta la incertidumbre y generalmente disminuye la utilidad de estimaciones precisas, como datos en la tarjeta de puntuación o en otras consideraciones de calificación. En cualquier caso, predecir el futuro está sujeto a gran incertidumbre.

---

<sup>24</sup> En la sección "Publicaciones relacionadas de Moody's", se encuentra una liga a un índice de nuestras metodologías sectoriales e intersectoriales.

## Apéndice A: Uso de la tarjeta de puntuación para obtener un rango del resultado indicado en ella

### 1. Medición o estimación de los factores de la tarjeta de puntuación

En la sección "Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación", explicamos nuestro enfoque analítico para asignar puntuaciones a cada subfactor, subsubfactor o métrica de la tarjeta de puntuación<sup>25</sup> y describimos por qué son importantes indicadores crediticios. Explicamos cómo calculamos o estimamos en general cada métrica para su uso en la tarjeta de puntuación y la ponderación de cada subfactor, indicador del subsubfactor o métrica individual.

En general, la información empleada en la evaluación de los subfactores se obtiene de diversas fuentes internacionales, como el Fondo Monetario Internacional, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, la Comisión Europea, el Banco Mundial y el Banco de Pagos Internacionales. Sin embargo, algunos indicadores, particularmente en lo que respecta a la deuda pública y externa, pueden ser estimados por los analistas de Moody's utilizando datos proporcionados por fuentes estadísticas nacionales. También podemos incorporar información no pública.

Nuestras calificaciones son prospectivas y reflejan nuestras expectativas de rendimiento financiero futuro. Sin embargo, los resultados históricos nos ayudan a comprender los patrones y las tendencias del desempeño de un emisor soberano y a establecer una comparación entre pares. Los indicadores financieros, a menos que se indique lo contrario, se calculan normalmente sobre la base de un período histórico (un período anual a menos que se especifique lo contrario en "Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación"). Sin embargo, los factores de la tarjeta de puntuación se pueden evaluar utilizando varios períodos. Por ejemplo, a los comités de calificación les puede resultar útil en términos analíticos examinar tanto el rendimiento histórico como el esperado en el futuro para períodos de varios años o más. También incorporamos nuestra visión sobre la tendencia de los indicadores financieros clave en el futuro. Estas tendencias pueden conducir a ajustes en los subfactores: al alza si esperamos que los indicadores financieros de un emisor soberano mejoren sustancialmente con respecto a su tendencia histórica en los próximos años o a la baja en caso contrario. También explicamos otros ajustes que podemos hacer al asignar puntuaciones.

### 2. Asignación de puntuaciones de subfactores y factores y correlación con una puntuación numérica

Los subfactores cualitativos reciben puntuaciones según la descripción en la tarjeta de puntuación y se correlacionan con una categoría de calificación general de Moody's (aaa, aa, a, baa, ba, b, caa o ca) y con una puntuación numérica basada en la siguiente escala.

FIGURA 11

#### Asignación de puntuaciones de subfactores y factores

| aaa | Aa | a | baa | ba | b  | caa | ca |
|-----|----|---|-----|----|----|-----|----|
| 1   | 3  | 6 | 9   | 12 | 15 | 18  | 20 |

Fuente: Moody's Investors Service.

Los factores cuantitativos reciben puntuaciones en un continuo lineal. Para cada métrica, la tarjeta de puntuación muestra el rango por categoría alfanumérica. Utilizamos la siguiente escala e interpolación lineal para convertir la métrica, según su ubicación dentro del rango de la tarjeta de puntuación, en una puntuación numérica, que puede ser una fracción. Como ejemplo puramente teórico, si hubiera un índice de

<sup>25</sup> Cuando un factor comprende subfactores, asignamos puntuaciones a los subfactores o, cuando el subfactor comprende indicadores del subfactor, asignamos puntuaciones al subfactor.

ingresos a deuda a corto plazo para el cual el rango baa1 fuera de 5x a 5.5x, entonces la puntuación numérica para un emisor con ingresos/deuda a corto plazo de 5.4x, relativamente fuerte dentro de este rango, tendría una puntuación más cercana a 7.5, y un emisor con ingresos/deuda a corto plazo de 5.1x, relativamente débil dentro de este rango, tendría una puntuación más cercana a 8.5. En el texto o las notas al pie de tabla, definimos los extremos de la línea (es decir, el valor del indicador que constituye la puntuación numérica mínima posible y el valor que constituye la puntuación numérica máxima posible).

FIGURA 12

**Escala de puntuación**

| Puntuación alfanumérica | Puntuación numérica  |
|-------------------------|----------------------|
| aaa                     | $x \leq 1.5$         |
| aa1                     | $1.5 < x \leq 2.5$   |
| aa2                     | $2.5 < x \leq 3.5$   |
| aa3                     | $3.5 < x \leq 4.5$   |
| a1                      | $4.5 < x \leq 5.5$   |
| a2                      | $5.5 < x \leq 6.5$   |
| a3                      | $6.5 < x \leq 7.5$   |
| baa1                    | $7.5 < x \leq 8.5$   |
| baa2                    | $8.5 < x \leq 9.5$   |
| baa3                    | $9.5 < x \leq 10.5$  |
| ba1                     | $10.5 < x \leq 11.5$ |
| ba2                     | $11.5 < x \leq 12.5$ |
| ba3                     | $12.5 < x \leq 13.5$ |
| b1                      | $13.5 < x \leq 14.5$ |
| b2                      | $14.5 < x \leq 15.5$ |
| b3                      | $15.5 < x \leq 16.5$ |
| caa1                    | $16.5 < x \leq 17.5$ |
| caa2                    | $17.5 < x \leq 18.5$ |
| caa3                    | $18.5 < x \leq 19.5$ |
| ca                      | $19.5 < x \leq 20.5$ |
| c                       | $>20.5$              |

Fuente: Moody's Investors Service.

Cada puntuación numérica de las métricas cuantitativas y los subfactores o subsubfactores cualitativos dentro de los tres primeros factores de la tarjeta de puntuación (fortaleza económica, fortaleza institucional y de gobernanza, fortaleza fiscal) se multiplica por la ponderación de ese subfactor (o subsubfactor), y los productos se suman y redondean al entero más cercano para llegar a la puntuación inicial del factor numérico, que puede correlacionarse con una puntuación alfanumérica utilizando la tabla de la Figura 12. Para poder llegar a una puntuación final de los factores, la puntuación inicial de los factores puede ajustarse al alza o a la baja por un número definido de categorías de puntuación, en función de los "otros" ajustes a la puntuación de los subfactores descritos en la sección "Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación".<sup>26</sup> Para estos tres primeros factores, un ajuste de uno en la tarjeta de puntuación corresponde a un ajuste de una categoría de puntuación alfanumérica (por ejemplo, de baa2 a baa3 o de a2 a a1).

Para el último factor, susceptibilidad a riesgo de evento, se pueden ajustar las puntuaciones iniciales del subfactor. Para estos subfactores, un ajuste de uno corresponde a un ajuste de una categoría de puntuación

<sup>26</sup> En fortaleza fiscal, para los ajustes de tendencia de la deuda, deuda del gobierno general en moneda extranjera/deuda del gobierno general, otras deudas del sector público no financiero y activos financieros del sector público o fondos soberanos de inversión, los ajustes indicados se basan en indicadores cuantitativos como descritos en la sección "Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación" y se incluyen en la puntuación inicial. El criterio cualitativo aplicado a estos ajustes, así como cualquier "otro" ajuste aplicado a la puntuación inicial del factor de fortaleza fiscal, nos lleva a la puntuación final del factor de fortaleza fiscal.

alfa (por ejemplo, desde aa hasta a o desde ba hasta baa). La combinación de las puntuaciones ajustadas de los subfactores en el factor de susceptibilidad a riesgo de evento se basa en una función mínima, es decir, la puntuación del factor corresponde a la puntuación alfa más baja (riesgo más alto) de los cuatro subfactores dentro del factor.

### 3. Combinación de los factores y determinación del resultado general indicado en la tarjeta de puntuación

Utilizando las mismas ponderaciones, combinamos los factores de fortaleza económica y de fortaleza institucional y de gobernanza para obtener la puntuación de resiliencia económica, la cual se redondea al número entero más cercano, y la puntuación numérica resultante se puede correlacionar con una alfanumérica según la escala de puntuación de la Figura 12. A continuación, combinamos la puntuación numérica de resiliencia económica con la puntuación numérica del factor de fortaleza fiscal utilizando diferentes ponderaciones (ver Figura 7) para obtener un valor numérico de fortaleza financiera del gobierno, que puede correlacionarse con un valor alfanumérico según la escala de puntuación de la Figura 12.

El último paso combina el factor de susceptibilidad a riesgo de evento con la fortaleza financiera del gobierno, tal como se detalla en la Figura 8, para obtener un valor alfanumérico que es el punto medio del resultado indicado en la tarjeta de puntuación, el cual se expresa como un rango de tres escalones en nuestra escala alfanumérica.<sup>27</sup>

<sup>27</sup> Ver Figura 7 para más detalles.

## Apéndice B: Factores, subfactores y umbrales de la tarjeta de puntuación

### FACTOR

#### Fortaleza económica

| Subfactor                  | Indicador                                                             | Ponde-<br>ración del<br>indicador | aaa         | aa1            | aa2            | aa3            | a1             | a2             | a3             | baa1           | baa2           | baa3           | ba1            | ba2            | ba3               | b1               | b2               | b3               | caa1             | caa2             | caa3             | ca      |
|----------------------------|-----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------|
| Dinámica de<br>crecimiento | Crecimiento<br>promedio del<br>PIB real (%)<br>t-4 a t+5<br>*1        | 25%                               | ≥ 5.7       | 5.3 -<br>5.7   | 4.9 -<br>5.3   | 4.4 -<br>4.9   | 4 - 4.4        | 3.7 - 4        | 3.3 -<br>3.7   | 3 - 3.3        | 2.6 - 3        | 2.3 -<br>2.6   | 2 - 2.3        | 1.8 - 2        | 1.6 -<br>1.8      | 1.3 -<br>1.6     | 1.1 - 1.3        | 0.9 -<br>1.1     | 0.7 -<br>0.9     | 0.5 -<br>0.7     | 0.3 -<br>0.5     | < 0.3   |
|                            | Volatilidad en<br>el crecimiento<br>del PIB real (%)<br>t-9 a t<br>*2 | 10%                               | ≤ 1.4       | 1.4 -<br>1.46  | 1.46 -<br>1.53 | 1.53 -<br>1.62 | 1.62 -<br>1.72 | 1.72 -<br>1.83 | 1.83 -<br>1.96 | 1.96 -<br>2.10 | 2.10 -<br>2.26 | 2.26 -<br>2.42 | 2.42 -<br>2.61 | 2.61 -<br>2.80 | 2.80 -<br>3.01    | 3.01 -<br>3.23   | 3.23 -<br>3.47   | 3.47 -<br>3.71   | 3.71 -<br>3.98   | 3.98 -<br>4.25   | 4.25 -<br>4.54   | > 4.54  |
| Escala de la<br>economía   | PIB nominal<br>(miles de<br>millones de<br>USD) t<br>*3               | 30%                               | ≥ 1,000     | 750 -<br>1,000 | 600 -<br>750   | 450 -<br>600   | 330 -<br>450   | 250 -<br>330   | 190 -<br>250   | 140 -<br>190   | 100 -<br>140   | 80 -<br>100    | 60 - 80        | 45 - 60        | 35 - 45           | 26 - 35          | 20 - 26          | 15 - 20          | 10 - 15          | 8 - 10           | 6 - 8            | < 6     |
| Ingreso<br>nacional        | PIB per cápita<br>(PPA, USD<br>internacional)<br>t<br>*4              | 35%                               | ≥<br>48,000 | 42,000         | 37,000         | 32,000         | 27,500         | 24,500         | 21,000         | 19,000         | 16,000         | 14,000         | 12,000         | 10,750         | 9,500 -<br>10,750 | 8,000 -<br>9,500 | 7,000 -<br>8,000 | 6,200 -<br>7,000 | 5,500 -<br>6,200 | 4,700 -<br>5,500 | 4,100 -<br>4,700 | < 4,100 |
|                            |                                                                       |                                   |             | 48,000         | 42,000         | 37,000         | 32,000         | 27,500         | 24,500         | 21,000         | 19,000         | 16,000         | 14,000         | 12,000         |                   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |         |
| Otros                      | (Ajuste a la puntuación del factor)                                   |                                   |             |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                |                   |                  |                  |                  |                  |                  |                  |         |

\*1 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 15%. Un valor del 15% o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es cero. Un valor de cero o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*2 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es cero. Un valor de cero o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 40. Un valor de 40 o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*3 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es de \$25,000 mil millones. Un valor de \$25,000 mil millones o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es de \$1,000 millones. Un valor de \$1,000 millones o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*4 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es de \$100,000. Un valor de \$100,000 o más equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es de \$1,000. Un valor de \$1,000 o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                    | Subsubfactor                                           | Ponderación del subsubfactor |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                              |                                                        |                              | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Calidad de las instituciones | Calidad de las instituciones legislativas y ejecutivas | 20%                          | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno superiores a 1.5.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre 1.5 y 1.0.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre 1.0 y 0.5.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre 0.5 y 0.0.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre -0.5 y 0.0.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre -1.0 y -0.5.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno de entre -1.5 y -1.0.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Los soberanos de esta categoría generalmente tendrán puntuaciones de WGI para calidad regulatoria y eficacia del gobierno inferiores a -1.5.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|                              |                                                        |                              | Las políticas públicas se legislan y aplican con el apoyo de una administración pública altamente profesional, dotada de buen personal y altamente capacitada, con una fortaleza de recursos humanos excepcionalmente profunda. Estas instituciones han demostrado la flexibilidad necesaria para hacer frente a cambios en las circunstancias y pueden absorber choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica. La creación de leyes se realiza en un marco constitucional bien desarrollado que es transparente y previsible. Los conjuntos de datos son oportunos, estables, completos y se proporcionan para todos los niveles de gobierno (central, regional, local y seguro social). Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, | Las políticas públicas se legislan y aplican con el apoyo de una administración pública generalmente profesional y capaz, aunque en algunos casos podría enfrentar escasez de competencias en algunas áreas o limitaciones de capacidad debido al tamaño del país. Estas instituciones pueden absorber choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, pero pueden ser lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias. La creación de leyes se realiza en un marco constitucional bien desarrollado que es transparente y previsible. En general, la presentación de datos es exhaustiva, pero puede no ser oportuna o estar sujeta a grandes revisiones. Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, | Las políticas públicas se legislan y aplican con el apoyo de una administración pública generalmente profesional y capaz, aunque en algunos casos podría enfrentar escasez de competencias en algunas áreas o limitaciones de capacidad debido al tamaño del país. Estas instituciones pueden absorber choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, pero pueden ser lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias. La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que es transparente y previsible. En general, la presentación de datos es exhaustiva, pero puede no ser oportuna o estar sujeta a grandes revisiones. Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, | La administración pública cuenta con un núcleo de profesionales altamente capacitados y cualificados, pero la fortaleza de los recursos humanos no es particularmente profunda. Como resultado, a veces puede tener dificultades para apoyar la creación y aplicación de políticas. Por lo general, estas instituciones tienen dificultades para responder antes de choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, y son lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias. La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que es generalmente transparente y previsible. La presentación de datos es sistemática, pero no exhaustiva, y puede estar sujeta a demoras y revisiones importantes. También puede haber preguntas recurrentes sobre la confiabilidad de los | La administración pública cuenta con un núcleo de profesionales altamente capacitados y cualificados, pero la fortaleza de los recursos humanos no es particularmente profunda. Como resultado, a veces puede tener dificultades para apoyar la creación y aplicación de políticas. Por lo general, estas instituciones tienen dificultades para responder antes de choques manteniendo al mismo tiempo la estabilidad financiera y económica, y son lentas o provisionales cuando se producen cambios en las circunstancias. La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que puede ser poco transparente e impredecible. La presentación de datos es sistemática, pero no exhaustiva, y puede estar sujeta a demoras y revisiones importantes. También puede haber preguntas recurrentes sobre la confiabilidad de los | La administración pública a menudo tiene dificultades para apoyar la formulación y aplicación de políticas. Acumula mora del gobierno. Estas instituciones tienen dificultades para hacer frente a cambios en las circunstancias y tienen poca o ninguna capacidad para absorber choques sin generar inestabilidad social, fiscal y/o económica. La creación de leyes se realiza en un marco constitucional que puede ser poco transparente e impredecible. La presentación de datos de los principales indicadores fiscales y económicos suele ser errática, o la recopilación y el suministro de datos se ven afectados negativamente por la influencia política durante el proceso de recopilación y presentación de informes. No hay participantes políticamente independientes que intervengan en el | La administración pública a menudo tiene dificultades para apoyar la formulación y aplicación de políticas. Acumula mora del gobierno. Estas instituciones tienen dificultades para hacer frente a cambios en las circunstancias y tienen poca o ninguna capacidad para absorber choques sin generar inestabilidad social, fiscal y/o económica. La creación de leyes se realiza en un marco legal que es poco transparente e impredecible. La presentación de datos de los principales indicadores fiscales y económicos suele ser errática, o la recopilación y el suministro de datos se ven afectados negativamente por la influencia política durante el proceso de recopilación y presentación de informes. No hay participantes políticamente independientes que intervengan en el | La administración pública carece de conocimientos técnicos en algunas áreas claves y a menudo no cumple sus funciones. Muestra una débil disposición para pagar a los acreedores y acumula una mora importante del gobierno. Estas instituciones tienen dificultades para hacer frente incluso a la administración diaria del país y a las necesidades económicas y de seguridad fundamentales de la población. La creación de leyes se realiza en un marco legal que es poco transparente e impredecible. Faltan conjuntos de datos claves y son poco confiables. No hay participantes políticamente independientes que intervengan en el proceso de formulación de políticas. |

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                    | Subsubfactor                                       | Ponderación del subsubfactor | Ponderación del subsubfactor                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|------------------------------|----------------------------------------------------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                              |                                                    |                              | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|                              |                                                    |                              | tienen una fuerte participación en el proceso de formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | tienen una fuerte participación en el proceso de formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | son un elemento más en el proceso de formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | datos. No se reportan datos fiscales para los niveles de gobierno más bajos (regional, local y seguro social). Los órganos del gobierno políticamente independientes, como los consejos fiscales, son un elemento más en el proceso de formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | datos. No se reportan datos fiscales para los niveles de gobierno más bajos (regional, local y seguro social). Los órganos políticamente independientes no tienen una participación significativa en el proceso de formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | independientes no tienen una participación significativa en el proceso de formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | proceso de formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Calidad de las instituciones | Fortaleza de la sociedad civil y el poder judicial | 20%                          | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser superiores a 1.5. La aplicación de las leyes es muy previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Se mantiene de manera coherente y confiable un equilibrio eficaz de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno, y se mantiene y se respeta la independencia judicial. Hay pocos casos de corrupción que actúan en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales, los contratos se ejecutan y los asuntos legales se resuelven a tiempo. Las instituciones de la sociedad civil sirven sistemáticamente como | En general, tienen puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción que suelen ser de entre 1.5 y 1.0. La aplicación de las leyes es muy previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Se mantiene de manera coherente y confiable un equilibrio eficaz de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno, y se mantiene y se respeta la independencia judicial. Hay pocos casos de corrupción que actúan en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales, los contratos se ejecutan y los asuntos legales se resuelven a tiempo. Las instituciones de la sociedad civil sirven | En general, tienen puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción que suelen ser de entre 1.0 y 0.5. La aplicación de las leyes suele ser previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Por lo general, se mantiene un equilibrio efectivo de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno. Sin embargo, no siempre se mantiene la independencia judicial. La corrupción puede ser un problema que actúa en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales y los contratos se ejecutan, pero a menudo se tarda mucho tiempo en resolver un caso en los tribunales. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre 0.5 y 0.0. La aplicación de las leyes suele ser previsible y coherente, incluso con respecto al propio gobierno. Por lo general, se mantiene un equilibrio efectivo de poder y separación de poderes entre los poderes del gobierno. Sin embargo, no siempre se mantiene la independencia judicial. La corrupción puede ser un problema que actúa en detrimento del perfil crediticio del soberano. Los procesos judiciales son imparciales y los contratos se ejecutan, pero a menudo se tarda mucho tiempo en resolver un caso en los tribunales. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre 0.0 y -0.5. La aplicación de las leyes a veces es impredecible e incoherente. Los controles del ejercicio de poder del gobierno no se aplican coherentemente. El poder judicial está sujeto a influencia política en una forma que afectan el clima empresarial u otros aspectos del perfil crediticio del soberano. La corrupción es un desafío estructural importante que afecta la formulación de políticas, la estabilidad económica y/o la cohesión social. Hay evidencia de parcialidad judicial y dificultades en la ejecución de contratos. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre -0.5 y -1.0. La aplicación de las leyes a veces es impredecible e incoherente. Los controles del ejercicio de poder del gobierno no se aplican coherentemente. El poder judicial está sujeto a influencia política en una forma que afectan el clima empresarial u otros aspectos del perfil crediticio del soberano. La corrupción es un desafío estructural importante que afecta la formulación de políticas, la estabilidad económica y/o la cohesión social. Hay evidencia de parcialidad judicial y dificultades en la ejecución de contratos. | Las puntuaciones de WGI para participación y responsabilidad, imperio de la ley y control de la corrupción suelen ser de entre -1.0 y -1.5. La aplicación de las leyes suele ser impredecible e incoherente. Hay pocos controles formales sobre el ejercicio de poder del gobierno o el poder judicial no es independiente. La corrupción es endémica y afecta a un amplio rango de opciones de políticas públicas. El sistema judicial es ineficaz. Las instituciones de la sociedad civil o bien no existen o tienen poca repercusión perceptible en el ejercicio de poder del gobierno. |

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

|                                    |                                    | Ponderación del |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------------------------|------------------------------------|-----------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Subfactor                          | Subsubfactor                       | subsubfactor    | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|                                    |                                    |                 | control efectivo del ejercicio de poder del gobierno.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | sistemáticamente como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Las instituciones de la sociedad civil suelen servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                | Las instituciones de la sociedad civil suelen servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Hay instituciones de la sociedad civil, pero les resulta difícil servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Hay instituciones de la sociedad civil, pero les resulta difícil servir como control efectivo del ejercicio de poder del gobierno.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| Eficacia de las políticas públicas | Eficacia de las políticas fiscales | 30%             | Durante varios ciclos, la deuda/PIB puede haber aumentado en momentos de recesión, pero luego puede haber disminuido en periodos de crecimiento normal o alto.<br><br>Por lo general, el presupuesto se encuentra en un equilibrio estructural o superávit, medido por organizaciones internacionales, y esperamos que continúe de ese modo. Se cumplen o superan los objetivos fiscales o los techos de gastos. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo es muy sólido. Los ingresos y los gastos son muy estables, y un periodo de debilidad económica significativa no genera desviaciones materiales y duraderas del plan. Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, incluidas las garantías y otros pasivos contingentes. La deuda está bien estructurada y la emisión es previsible, | Durante varios ciclos, la deuda/PIB puede haber aumentado en momentos de recesión, pero luego puede haber disminuido en periodos de crecimiento normal o alto.<br><br>Por lo general, el presupuesto se encuentra en equilibrio estructural o tiene un pequeño déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con una carga estable de la deuda. La estructura de ingresos y gastos públicos es relativamente flexible, y la evasión fiscal no es un problema importante para la formulación de políticas fiscales. Se cumplen o superan los objetivos fiscales o los techos de gastos. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo hace que el gasto público se mantenga mayormente estable en los últimos años, salvo en periodos de choques | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado en momentos de recesión, pero luego disminuirá lentamente en periodos de crecimiento normal o alto.<br><br>Por lo general, el presupuesto se encuentra en equilibrio estructural o tiene un pequeño déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con una carga estable de la deuda. La estructura de ingresos y gastos públicos es relativamente flexible, y la evasión fiscal no es un problema importante para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo hace que el gasto público se mantenga mayormente estable en los últimos años, salvo en periodos de choques | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado en momentos de recesión, pero luego disminuirá lentamente en periodos de crecimiento normal o alto.<br><br>Por lo general, el presupuesto tiene un déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con un aumento gradual de la carga de la deuda. La estructura de los ingresos y gastos públicos es relativamente rígida. La evasión fiscal es una limitación para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es reactiva más que el producto de un proceso estructurado y bien planificado. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo puede dar lugar a que el gasto público en | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado en momentos de recesión, pero luego disminuirá lentamente en periodos de crecimiento normal o alto.<br><br>Por lo general, el presupuesto tiene un déficit estructural, medido por organizaciones internacionales; o los saldos presupuestarios son generalmente consistentes con un aumento gradual de la carga de la deuda. La estructura de los ingresos y gastos públicos es relativamente rígida. La evasión fiscal es una limitación para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es reactiva más que el producto de un proceso estructurado y bien planificado. El proceso de planificación de políticas a mediano plazo puede dar lugar a | Durante varios ciclos, la deuda/PIB generalmente habrá aumentado en momentos de recesión, pero luego disminuirá lentamente en periodos de crecimiento normal o alto.<br><br>Los déficits presupuestarios son la norma y tienden a ser lo suficientemente grandes como para contribuir a la carga de la deuda. La estructura de los gastos públicos es muy rígida, y el gobierno depende de un rango limitado de fuentes de ingresos. La incidencia de la evasión fiscal es elevada y constituye una limitación material para la formulación de políticas fiscales. A veces no se cumplen los objetivos fiscales o los techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es totalmente reactiva. No existe un proceso de planificación de políticas a mediano plazo, y el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) está | Durante varios ciclos, la deuda/PIB habrá aumentado de manera insostenible. Los déficits presupuestarios son la norma y tienden a ser lo suficientemente grandes como para contribuir a la carga de la deuda. La estructura de los gastos públicos es muy rígida, y el gobierno depende de un rango limitado de fuentes de ingresos. La incidencia de la evasión fiscal es elevada y constituye una limitación material para la formulación de políticas fiscales. No hay objetivos fiscales ni techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es totalmente reactiva. No hay objetivos fiscales ni techos de gastos. Las cuentas gubernamentales son poco transparentes. La gestión de la deuda no es lo suficientemente efectiva como para evitar riesgos de tipo de cambio o de tasa de interés muy importantes y crisis intermitentes de liquidez. | Durante varios ciclos, la deuda/PIB habrá aumentado de manera insostenible. El gobierno se enfrenta a limitaciones estructurales muy importantes en la formulación de políticas fiscales, incluida una incidencia muy alta de evasión fiscal. No hay objetivos fiscales ni techos de gastos. La formulación de políticas fiscales es totalmente reactiva, y la capacidad del gobierno para administrar sus finanzas es muy limitada. Las decisiones sobre gastos públicos son ad hoc. Las cuentas gubernamentales son poco transparentes. La gestión de la deuda no es lo suficientemente efectiva como para evitar riesgos de tipo de cambio o de tasa de interés muy importantes y crisis intermitentes de liquidez. |

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor | Subsubfactor | Ponderación del subsubfactor | aaa                                                              | aa                                                                                                                                                                                                                                                                           | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                     | ca |
|-----------|--------------|------------------------------|------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
|           |              |                              | con estrategias de mitigación de riesgos extremadamente sólidas. | económicos importantes.<br>Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, incluidas las garantías y otros pasivos contingentes.<br>La deuda está bien estructurada y la emisión es previsible, con estrategias de mitigación de riesgos extremadamente sólidas. | económicos importantes.<br>Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, pero es posible que la información sobre garantías y otros pasivos contingentes no esté disponible o no sea completamente transparente.<br>La deuda está bien estructurada, pero la emisión es oportunista, con estrategias sólidas de mitigación de riesgos. | todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) cambie de manera significativa y frecuente. Los gobiernos ajustan regularmente los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e imprevistos en el gasto de capital.<br>Hay un alto grado de transparencia en las cuentas públicas, pero es posible que la información sobre garantías y otros pasivos contingentes no esté disponible o no sea completamente transparente.<br>La deuda está bien estructurada, pero la emisión es oportunista, con estrategias sólidas de mitigación de riesgos. | que el gasto público en todo el horizonte presupuestario (incluso a mitad de año) cambie de manera significativa y frecuente. Los gobiernos ajustan regularmente los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e imprevistos en el gasto de capital.<br>Existen brechas importantes en la transparencia de las cuentas públicas y, por lo general, no se cuenta con información sobre garantías y otros pasivos contingentes.<br>La estructura de la deuda conlleva un importante riesgo no cubierto. No hay un plan estructurado de emisión, por lo que hay mayor dependencia del acceso oportunista a los mercados. | sujeto a cambios significativos. Los gobiernos normalmente ajustan los saldos presupuestarios mediante recortes repentinos e imprevistos en el gasto de capital.<br>Existen brechas importantes en la transparencia de las cuentas públicas y, por lo general, no se cuenta con información sobre garantías y otros pasivos contingentes.<br>La estructura de la deuda conlleva un importante riesgo no cubierto. No hay un plan estructurado de emisión, por lo que hay mayor dependencia del acceso oportunista a los mercados. | repentinos e imprevistos en el gasto de capital.<br>Las cuentas gubernamentales son poco transparentes.<br>La gestión de la deuda no es lo suficientemente efectiva como para evitar riesgos de tipo de cambio o de tasa de interés muy importantes y crisis intermitentes de liquidez. |    |

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                          | Subsubfactor                                           | Ponderación del subsubfactor |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------------|--------------------------------------------------------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                    |                                                        |                              | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Eficacia de las políticas públicas | Eficacia de las políticas monetarias y macroeconómicas | 30%                          | Políticas extremadamente eficaces, con inflación generalmente de 1-3%. Las autoridades evitan la acumulación de desequilibrios macroeconómicos y son muy proactivas en la realización de reformas estructurales que mejoren la competitividad. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es creíble a la hora de cumplir con ese objetivo. El banco central es independiente. Las autoridades utilizan eficazmente herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito sin crear distorsiones o desequilibrios no deseados en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. La competencia reguladora está en línea con la complejidad del sistema financiero. No | Políticas extremadamente eficaces, con inflación generalmente de 1-3%. Por lo general, las autoridades son proactivas y con visión de futuro para hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos, incluida la realización de reformas estructurales cuando sea necesario. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es creíble a la hora de cumplir con ese objetivo. El banco central es independiente. Las autoridades utilizan eficazmente herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito sin crear distorsiones o desequilibrios no deseados en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. La competencia reguladora está en línea | Políticas muy eficaces, con inflación generalmente de 0.5-1% o 3-3.5%. Por lo general, las autoridades son proactivas y con visión de futuro para hacer frente a los desequilibrios macroeconómicos, incluida la realización de reformas estructurales cuando sea necesario. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es muy creíble a la hora de cumplir con ese objetivo, pero características estructurales como la amplitud del sector financiero o la dependencia de la economía de bienes importados afectan la eficacia de las políticas. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero a veces no logran evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente | Políticas eficaces, con inflación generalmente de 0-0.5% o 3.5-4%. Las autoridades abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales en una forma reactiva impulsada por inquietudes a corto plazo. El banco central tiene un objetivo claro, las herramientas para implementarlo y es muy creíble a la hora de cumplir con ese objetivo, pero características estructurales como la amplitud del sector financiero o la dependencia de la economía de bienes importados afectan la eficacia de las políticas. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero a veces no logran evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que la necesidad de que el sector apoye el crecimiento económico está efectivamente equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de | Políticas moderadamente eficaces, con inflación generalmente inferior a 0% o entre 3.5-4%. Las autoridades abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales en una forma reactiva impulsada por inquietudes a corto plazo. El banco central no tiene un objetivo de políticas claro, carece de las herramientas necesarias para implementar políticas monetarias o es inconsistente en la obtención de los resultados deseados de las políticas monetarias. El gobierno tiende a interferir en la conducción de la política monetaria. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero tienen dificultades para evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que o bien no apoya el crecimiento económico o permite la acumulación de riesgos excesivos en el sistema. Puede haber habido una | Políticas débiles, con inflación generalmente de 3.5-4%. Las autoridades solo abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales bajo coerción, ya sea de las fuerzas del mercado o de los organismos internacionales. El banco central no tiene un objetivo de políticas claro, carece de las herramientas necesarias para implementar políticas monetarias o es inconsistente en la obtención de los resultados deseados de las políticas monetarias. El gobierno tiende a interferir en la conducción de la política monetaria. Las autoridades utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito, pero tienen dificultades para evitar la acumulación de desequilibrios en el sistema financiero. El sistema bancario está regulado de manera tal que o bien no apoya el crecimiento económico o permite la acumulación de riesgos excesivos en el sistema. Puede haber habido una | Políticas muy débiles, con inflación generalmente de 4-10%. Las autoridades solo abordan los desequilibrios macroeconómicos y los desafíos estructurales bajo coerción, ya sea de las fuerzas del mercado o de los organismos internacionales. La formulación de políticas de los bancos centrales es ineficaz, y la aplicación de la política monetaria en la economía es muy débil. Las autoridades no utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito. La regulación del sistema bancario es débil, y estas deficiencias mantienen la probabilidad de que se desarrolle una crisis en el sector a niveles relativamente altos. | Políticas extremadamente débiles, con inflación generalmente superior al 10%. Las autoridades no abordan los desequilibrios macroeconómicos o son ineficaces al hacerlo. La formulación de políticas de los bancos centrales es ineficaz, y la aplicación de la política monetaria en la economía es muy débil. Las autoridades no utilizan herramientas macroprudenciales para mitigar el riesgo sistémico de capital, liquidez y crédito. La regulación del sistema bancario es débil, y estas deficiencias mantienen la probabilidad de que se desarrolle una crisis en el sector a niveles relativamente altos. |

## FACTOR

## Fortaleza institucional y de gobernanza

| Subfactor                                       | Subsubfactor | Ponderación<br>del<br>subsubfactor | aaa                                                        | aa                                                                                                       | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | baa                                                                                                                                                                                                                                                                               | ba                                                                                                                           | b                                                                           | caa | ca |
|-------------------------------------------------|--------------|------------------------------------|------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|-----|----|
|                                                 |              |                                    | ha habido crisis bancarias sistémicas en la última década. | con la complejidad del sistema financiero. No ha habido crisis bancarias sistémicas en la última década. | equilibrada con la necesidad de evitar asumir riesgos de manera excesiva. Sin embargo, el regulador puede sufrir escasez de competencias, falta de herramientas eficaces o puede tener dificultades para mantener el ritmo de la complejidad del sistema financiero. Puede haber habido una crisis bancaria sistémica en la última década. | manera excesiva. Sin embargo, el regulador puede sufrir escasez de competencias, falta de herramientas eficaces o puede tener dificultades para mantener el ritmo de la complejidad del sistema financiero. Puede haber habido una crisis bancaria sistémica en la última década. | crisis bancaria sistémica en la última década, y hay una probabilidad moderada de que se desarrolle una crisis en el futuro. | hay una probabilidad moderada de que se desarrolle una crisis en el futuro. |     |    |
| Historial de incumplimiento y mora del gobierno |              |                                    | (Ajuste a la puntuación del factor)                        |                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                              |                                                                             |     |    |
| Otros                                           |              |                                    | (Ajuste a la puntuación del factor)                        |                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                              |                                                                             |     |    |

## FACTOR

## Fortaleza fiscal

| Subfactor                                                                                                      | Indicador                                                                       | Ponderación del indicador           | aaa    | aa1        | aa2     | aa3      | a1       | a2       | a3       | baa1     | baa2     | baa3     | ba1       | ba2      | ba3     | b1      | b2      | b3      | caa1    | caa2    | caa3    | ca    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------|--------|------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|
| Carga de la deuda                                                                                              | Deuda del gobierno general/ PIB (%) <sub>t</sub> <sup>*1</sup>                  | 25%                                 | ≤ 5    | 5-20       | 20-30   | 30-35    | 35-40    | 40-45    | 45-50    | 50-55    | 55-60    | 60-65    | 65-70     | 70-75    | 75-80   | 80-90   | 90-100  | 100-120 | 120-130 | 130-140 | 140-150 | > 150 |
|                                                                                                                | Deuda/Ingresos del gobierno general (%) <sub>t</sub> <sup>*2</sup>              | 25%                                 | ≤ 10   | 10-80      | 80-120  | 120-140  | 140-160  | 160-180  | 180-200  | 200-220  | 220-230  | 230-240  | 240-260   | 260-280  | 280-320 | 320-360 | 360-400 | 400-450 | 450-500 | 500-550 | 550-600 | > 600 |
| Asequibilidad de la deuda                                                                                      | Pagos de intereses/ingresos del gobierno general (%) <sub>t</sub> <sup>*3</sup> | 25%                                 | ≤ 1.5  | 1.5-3.5    | 3.5-6   | 6-7      | 7-8      | 8-9      | 9-10     | 10-11    | 11-11.5  | 11.5-12  | 12-13     | 13-14    | 14-16   | 16-18   | 18-20   | 20-22.5 | 22.5-25 | 25-27.5 | 27.5-30 | > 30  |
|                                                                                                                | Pagos de intereses del gobierno general / PIB (%) <sub>t</sub> <sup>*4</sup>    | 25%                                 | ≤ 0.25 | 0.25 - 1.0 | 1.0-1.5 | 1.5-1.75 | 1.75-2.0 | 2.0-2.25 | 2.25-2.5 | 2.5-2.75 | 2.75-3.0 | 3.0-3.15 | 3.15-3.25 | 3.25-3.5 | 3.5-4.0 | 4.0-4.5 | 4.5-5.0 | 5.0-6.0 | 6.0-6.5 | 6.5-7.0 | 7.0-7.5 | > 7.5 |
| Tendencia de la deuda <sub>t-4 a t+1</sub>                                                                     |                                                                                 | (Ajuste a la puntuación del factor) |        |            |         |          |          |          |          |          |          |          |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |
| Deuda del gobierno general en moneda extranjera/Deuda del gobierno general <sub>t</sub>                        |                                                                                 | (Ajuste a la puntuación del factor) |        |            |         |          |          |          |          |          |          |          |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |
| Otras deudas del sector público no financiero/PIB <sub>t</sub>                                                 |                                                                                 | (Ajuste a la puntuación del factor) |        |            |         |          |          |          |          |          |          |          |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |
| Activos financieros del sector público y fondos soberanos de inversión/Deuda del gobierno general <sub>t</sub> |                                                                                 | (Ajuste a la puntuación del factor) |        |            |         |          |          |          |          |          |          |          |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |
| Otros                                                                                                          |                                                                                 | (Ajuste a la puntuación del factor) |        |            |         |          |          |          |          |          |          |          |           |          |         |         |         |         |         |         |         |       |

\*1 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 700%. Un valor de 700% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*2 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 700%. Un valor de 700% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*3 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 35%. Un valor de 35% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*4 Para la escala de puntuación lineal, el valor del extremo aaa es 0%. Un valor de 0% equivale a una puntuación numérica de 0.5. El valor del extremo ca es 35%. Un valor de 35% o menos equivale a una puntuación numérica de 20.5.

\*5 Para más información sobre cómo pueden variar estas ponderaciones, consulte nuestro análisis sobre el tratamiento de los países con moneda de reserva y los países PPME/AIF que se encuentra en la sección "Fortaleza fiscal" de la metodología.

## FACTOR

## Susceptibilidad a riesgo de evento

| Subfactor       | Subsubfactor                          | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Riesgo político | Riesgo político interno y geopolítico | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser superior a 1.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 0 y 30.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser superior a 1.5.</p> <p>El desempleo normalmente es bajo, y la distribución de la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme, con poco o ningún impacto negativo en los resultados de las políticas. No hay fuentes significativas de conflicto social que presenten un riesgo importante para los resultados políticos o económicos.</p> <p>Consenso general sobre los resultados de políticas positivas en términos crediticios que perdura gracias a cambios en el gobierno.</p> <p>Las transiciones políticas suelen ser tranquilas, con implicaciones insignificantes para el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Relaciones geopolíticas generalmente armoniosas, con poca interferencia de agentes externos.</p> <p>El país no participa en ningún conflicto armado o latente que afecte la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 1.5 y 1.0.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 0 y 30.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 1.5 y 1.0.</p> <p>El desempleo normalmente es bajo, y la distribución de la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme, con poco o ningún impacto negativo en los resultados de las políticas. No hay fuentes significativas de conflicto social que presenten un riesgo importante para los resultados políticos o económicos.</p> <p>Consenso general sobre los resultados de políticas positivas en términos crediticios que perdura gracias a cambios en el gobierno.</p> <p>Las transiciones políticas suelen ser tranquilas, con implicaciones insignificantes para el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Relaciones geopolíticas generalmente armoniosas, con poca interferencia de agentes externos.</p> <p>El país no participa en ningún conflicto armado o latente que afecte la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 1.0 y 0.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 30 y 40.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 1.0 y 0.5.</p> <p>Si bien la distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme en toda la economía, las diferencias entre regiones, grupos socioeconómicos o de otro tipo o los cambios a lo largo del tiempo pueden tener un impacto negativo en los resultados de las políticas.</p> <p>Hay algunas áreas de conflicto religioso, étnico o social que podrían influir significativamente en los resultados políticos o económicos.</p> <p>Los cambios en el gobierno pueden presentar dificultades para la continuidad de los resultados de las políticas positivas en términos crediticios o para la capacidad de abordar debilidades crediticias.</p> <p>Las transiciones políticas son generalmente ordenadas y rara vez afectan significativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>A veces hay tensión en las relaciones geopolíticas que podría tener un impacto limitado en el perfil crediticio del soberano. La interferencia de agentes externos no tiene un impacto crediticio importante.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 0.5 y 0.0.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 30 y 40.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 0.5 y 0.0.</p> <p>Si bien la distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente uniforme en toda la economía, las diferencias entre regiones, grupos socioeconómicos o de otro tipo o los cambios a lo largo del tiempo pueden tener un impacto negativo en los resultados de las políticas.</p> <p>Hay algunas áreas de conflicto religioso, étnico o social que podrían influir significativamente en los resultados políticos o económicos.</p> <p>Los cambios en el gobierno pueden presentar dificultades para la continuidad de los resultados de las políticas positivas en términos crediticios o para la capacidad de abordar debilidades crediticias.</p> <p>Las transiciones políticas son generalmente ordenadas y rara vez afectan significativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>A veces hay tensión en las relaciones geopolíticas que podría tener un impacto limitado en el perfil crediticio del soberano. La interferencia de agentes externos no tiene un impacto crediticio importante.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre 0.0 y -0.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 40 y 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre 0.0 y -0.5.</p> <p>La distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente desigual, y puede haber profundas divisiones religiosas, étnicas o sociales en la sociedad. Estas tensiones introducen una probabilidad baja, pero no insignificante, de tensiones sociales que podrían generar violencia y tener un grave impacto en los resultados de las políticas.</p> <p>Los cambios en el gobierno suelen reducir la previsibilidad de las políticas y aumentar la probabilidad de políticas negativas en términos crediticios que podrían afectar los resultados económicos o fiscales.</p> <p>Puede haber riesgos significativos de sucesión o de personas clave, cuando la inestabilidad del gobierno afecta negativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>El incremento de las tensiones geopolíticas, que posiblemente conduzcan a un conflicto armado, puede afectar negativamente la actividad económica, los resultados fiscales y las condiciones de financiamiento.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre -0.5 y -1.0.</p> <p>El índice de Gini suele ser de entre 40 y 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser de entre -0.5 y -1.0.</p> <p>La distribución del empleo, la riqueza y los ingresos es relativamente desigual, y puede haber profundas divisiones religiosas, étnicas o sociales en la sociedad. Estas tensiones introducen una probabilidad baja, pero no insignificante, de tensiones sociales que podrían generar violencia y tener un grave impacto en los resultados de las políticas.</p> <p>Los cambios en el gobierno suelen reducir la previsibilidad de las políticas y aumentar la probabilidad de políticas negativas en términos crediticios que podrían afectar los resultados económicos o fiscales.</p> <p>Puede haber riesgos significativos de sucesión o de personas clave, cuando la inestabilidad del gobierno afecta negativamente las funciones administrativas de la burocracia.</p> <p>El incremento de las tensiones geopolíticas, que posiblemente conduzcan a un conflicto armado, puede afectar negativamente la actividad económica, los resultados fiscales y las condiciones de financiamiento.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser de entre -1.0 y -1.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser superior a 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser inferior a -1.0 y -1.5.</p> <p>Hay desempleo masivo, grandes disparidades en términos de riqueza e ingresos, tensiones entre las comunidades en algunos casos relacionadas con conflictos armados internos, que alteran gravemente o afectan la actividad económica, la formulación de políticas y el funcionamiento ordenado de las instituciones gubernamentales.</p> <p>No hay un gobierno que funcione y/o las funciones administrativas de la burocracia están gravemente afectadas.</p> <p>No hay medios claros y creíbles para transferir poder, y existe un riesgo significativo de que cualquier sucesión sea desordenada y dañe el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Las relaciones geopolíticas contenciosas, incluida la participación real en conflictos armados, afectan o alteran gravemente la actividad económica, la capacidad para obtener financiamiento y/o el funcionamiento ordenado de las instituciones.</p> | <p>El WGI de participación y responsabilidad suele ser inferior a -1.5.</p> <p>El índice de Gini suele ser superior a 50.</p> <p>El WGI de estabilidad política suele ser inferior a -1.5.</p> <p>Hay desempleo masivo, grandes disparidades en términos de riqueza e ingresos, tensiones entre las comunidades en algunos casos relacionadas con conflictos armados internos, que alteran gravemente o afectan la actividad económica, la formulación de políticas y el funcionamiento ordenado de las instituciones gubernamentales.</p> <p>No hay un gobierno que funcione y/o las funciones administrativas de la burocracia están gravemente afectadas.</p> <p>No hay medios claros y creíbles para transferir poder, y existe un riesgo significativo de que cualquier sucesión sea desordenada y dañe el perfil crediticio del soberano.</p> <p>Las relaciones geopolíticas contenciosas, incluida la participación real en conflictos armados, afectan o alteran gravemente la actividad económica, la capacidad para obtener financiamiento y/o el funcionamiento ordenado de las instituciones.</p> |

## FACTOR

## Susceptibilidad a riesgo de evento

| Subfactor                       | Subsubfactor                          | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                 |                                       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | Si bien el país no participa en conflictos armados, puede estar expuesto a los efectos de conflictos armados en otros lugares o a un conflicto latente, con un impacto limitado en la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | Si bien el país no participa en conflictos armados, puede estar expuesto a los efectos de conflictos armados en otros lugares o a un conflicto latente, con un impacto limitado en la actividad económica, los resultados fiscales o la formulación de políticas.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| Riesgo de liquidez del gobierno | Facilidad de acceso al financiamiento | El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a mercados de capitales locales extremadamente profundos con una base amplia y diversa de inversores, incluyendo una amplia gama de inversores institucionales. El gobierno tiene acceso indiscutido a una gama extremadamente amplia de inversores no residentes en deuda en moneda local, lo que generalmente refleja el estado de moneda de reserva de su moneda. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores amplia y diversa. | El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a mercados de capitales locales extremadamente profundos con una base amplia y diversa de inversores, incluyendo una amplia gama de inversores institucionales. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a una amplia gama de inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de inversores no residentes en mercados de capitales locales y mercados de crédito es extremadamente estable. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores amplia y diversa. | La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a mercados de capitales locales profundos con una base de inversores razonablemente amplia y diversa, incluida una serie de inversores institucionales. El gobierno tiene un sólido historial de acceso confiable a una amplia gama de inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de inversores no residentes en mercados de capitales locales y mercados de crédito es extremadamente estable. Por lo general, el gobierno tiene acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores razonablemente amplia y diversa. | La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a mercados de capitales locales profundos con una base de inversores razonablemente amplia y diversa, incluida una serie de inversores institucionales. La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito puede ser volátil, pero se espera que se mantenga bastante estable a lo largo del tiempo. Por lo general, el gobierno tiene acceso confiable a financiamiento en moneda extranjera proveniente de una gama de inversores razonablemente amplia y diversa. | El gobierno tiene acceso intermitente a los mercados de capitales locales, los cuales son relativamente estrechos y subdesarrollados. La experiencia sugiere que, en general, el gobierno tiene acceso confiable a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito puede ser volátil, pero se espera que se mantenga bastante estable a lo largo del tiempo. El gobierno tiene acceso intermitente a financiamiento en moneda extranjera a través de una gama relativamente estrecha de inversores y una variedad de acreedores oficiales. | El gobierno tiene acceso intermitente a los mercados de capitales locales, los cuales son relativamente estrechos y subdesarrollados. El gobierno tiene acceso intermitente a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito es limitada y puede ser volátil. El gobierno tiene acceso intermitente a financiamiento en moneda extranjera a través de una gama relativamente estrecha de inversores y una variedad de acreedores oficiales. | El gobierno tiene acceso muy limitado a los mercados de capitales locales, los cuales son estrechos y subdesarrollados. El gobierno tiene acceso intermitente a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de los inversores no residentes en los mercados de capitales locales y mercados de crédito es limitada y puede ser volátil. El gobierno no tiene o prácticamente no tiene acceso a financiamiento de mercado en moneda extranjera y tiene acceso relativamente limitado a acreedores oficiales. | El gobierno tiene acceso muy limitado a los mercados de capitales locales, los cuales son estrechos y subdesarrollados. El gobierno no tiene acceso o tiene acceso muy limitado a inversores no residentes en deuda en moneda local. La participación de inversores no residentes en mercados de capitales locales y mercados de crédito es superficial, volátil y poco confiable. El gobierno no tiene o prácticamente no tiene acceso a financiamiento de mercado en moneda extranjera y tiene un acceso relativamente limitado a acreedores oficiales. |
| Alto riesgo de refinanciamiento |                                       | (Ajuste a la puntuación del subfactor)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |

## FACTOR

## Susceptibilidad a riesgo de evento

| Subfactor                        | Subsubfactor                                           | aaa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | aa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | a                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | baa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ba                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   | b                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    | caa                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ca                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Riesgo del sector bancario       | Riesgo de evento crediticio del sector bancario (BSCE) | Ver la sección "Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación"                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|                                  | Total de activos bancarios locales/PIB <sub>t</sub>    | Ver la sección "Análisis de los factores de la tarjeta de puntuación"                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Otros                            |                                                        | (Ajuste a la puntuación del subfactor)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Riesgo de vulnerabilidad externa | Riesgo de vulnerabilidad externa                       | El país se beneficia de un superávit externo estructural, como lo demuestran los continuos superávits en cuenta corriente que resultan de una base de exportaciones bien diversificada. El país tiene un bajo nivel de pasivos externos netos. Por otro lado, una resiliencia económica muy elevada y un atractivo general para los inversores le permiten soportar una elevada carga de la deuda externa, incluso en momentos de crisis económicas y financieras. El país tiene acceso sin restricciones a los mercados internacionales de capitales, a través de una moneda de reserva. | El país se beneficia de un superávit externo estructural, como lo demuestran los continuos superávits en cuenta corriente que resultan de una base de exportaciones bien diversificada. El país tiene un bajo nivel de pasivos externos netos. Por otro lado, una resiliencia económica muy elevada y un atractivo general para los inversores le permiten soportar una elevada carga de la deuda externa, incluso en momentos de crisis económicas y financieras. Se espera que el país no tenga dificultades para utilizar las reservas de divisas de disponibilidad inmediata para pagar la deuda externa. Por otro lado, el país tiene un acceso profundo y estable a los mercados de divisas o a un fuerte garante externo, lo que limita la necesidad de grandes colchones de divisas. | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean pequeños (normalmente inferiores al 5% del PIB a lo largo de tres años) y sigan siendo financiados total y constantemente con flujos provenientes de IED. El país tiene una resiliencia económica alta o moderada o un nivel moderado de pasivos externos en toda la economía (por encima del 100% de los ingresos en cuenta corriente). Se espera que el país no tenga dificultades para utilizar las reservas de divisas de disponibilidad inmediata para pagar la deuda externa. Por otro lado, el país tiene un acceso profundo y estable a los mercados de divisas o a un garante eterno creíble, lo que limita la necesidad de grandes colchones de divisas. | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean pequeños (normalmente inferiores al 5% del PIB a lo largo de tres años) y sigan siendo financiados total y constantemente con flujos provenientes de IED. El país tiene una resiliencia económica alta o moderada o un nivel moderado de pasivos externos en toda la economía (normalmente por encima del 100% de los ingresos en cuenta corriente). El país presenta una vulnerabilidad relativamente limitada en su capacidad para pagar la deuda externa. Se espera que las reservas de divisas sigan siendo suficientes para evitar presiones externas de liquidez (IVE normalmente de alrededor del 100%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean grandes y persistentes (normalmente de más del 5% del PIB a lo largo de tres años). El financiamiento depende en parte de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. El país es un deudor neto. Tiene una baja resiliencia económica y un alto nivel de pasivos externos en toda la economía (normalmente superior al 200% de los ingresos en cuenta corriente), lo que lo hace vulnerable a choques externos. El país presenta una vulnerabilidad relativamente limitada en su capacidad para pagar la deuda externa. Se espera que las reservas de divisas sigan siendo suficientes para evitar presiones externas de liquidez (IVE normalmente de alrededor del 100%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean grandes y persistentes (normalmente de más del 5% del PIB a lo largo de tres años). El financiamiento depende en parte de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. El país es un deudor neto. Tiene una baja resiliencia económica y un alto nivel de pasivos externos en toda la economía (normalmente superior al 200% de los ingresos en cuenta corriente), lo que lo hace vulnerable a choques externos. El país muestra una vulnerabilidad cada vez mayor en su capacidad para pagar la deuda externa. Las reservas de divisas han caído a niveles bajos y la liquidez externa está cada vez más limitada (IVE normalmente de alrededor del 200%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean muy grandes y persistentes, lo que indica un desequilibrio estructural. El financiamiento depende mucho de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. La base de exportaciones es estrecha o está concentrada en productos básicos. El país es un deudor neto. Muestra una resiliencia económica muy débil y un nivel muy alto de pasivos externos en toda la economía (normalmente superiores al 400% de los ingresos en cuenta corriente), o una gran proporción compuesta por deuda a corto plazo que da lugar a necesidades muy elevadas de refinanciamiento externo. El país muestra una vulnerabilidad cada vez mayor en su capacidad para pagar la deuda externa. Las reservas de divisas han caído a niveles muy bajos y la liquidez externa está cada vez más limitada (IVE normalmente de alrededor del 200%). | Se espera que los déficits en cuenta corriente sean muy grandes y persistentes, lo que indica un desequilibrio estructural. El financiamiento depende mucho de los flujos de capital y de deuda que exponen a la economía a cambios en la confianza del mercado. La base de exportaciones es estrecha o está concentrada en productos básicos. El país es un deudor neto. Muestra una resiliencia económica muy débil y un nivel muy alto de pasivos externos en toda la economía (normalmente superiores al 400% de los ingresos en cuenta corriente), o una gran proporción compuesta por deuda a corto plazo que da lugar a necesidades muy elevadas de refinanciamiento externo. El país muestra una vulnerabilidad significativa en su capacidad para pagar la deuda externa. Las reservas de divisas han caído a niveles muy bajos y la liquidez externa está considerablemente limitada (IVE normalmente por encima del 200%). |

Fuente: Moody's Investors Service.

## Publicaciones relacionadas de Moody's

Las calificaciones crediticias se determinan principalmente por metodología de calificación crediticia sectorial. Determinadas consideraciones metodológicas generales (descritas en una o más metodologías de calificación intersectoriales) también pueden ser relevantes para determinar las calificaciones crediticias de emisores e instrumentos. [Aquí](#) puede encontrar un índice de metodologías de calificación crediticia sectoriales e intersectoriales.

Para obtener datos que resuman la solidez histórica y el poder predictivo de las calificaciones crediticias, ingrese [aquí](#).

Para más información, consulte *Símbolos y definiciones de calificaciones* disponible [aquí](#).

OUTDATED  
METHODOLOGY

---

» Los contactos continúan de la página 1.

---

**Contactos con analistas:**

---

|          |               |
|----------|---------------|
| SINGAPUR | +65.6398.8308 |
|----------|---------------|

---

|           |               |
|-----------|---------------|
| Gene Fang | +65.6398.8311 |
|-----------|---------------|

*Associate Managing Director*  
gene.fang@moodys.com

|             |               |
|-------------|---------------|
| Marie Diron | +65.6398.8310 |
|-------------|---------------|

*Managing Director*  
marie.diron@moodys.com

OUTDATED  
METHODOLOGY

## Autores

Dietmar Horning  
Daniel Marty

Asociados de Producción  
Wing Chan

Report Number: 1158634

## CLIENT SERVICES:

|               |                  |
|---------------|------------------|
| Americas:     | +1.212.553.1653  |
| Asia Pacific: | +852.3551.3077   |
| Japan:        | +81.3.5408.4100  |
| EMEA:         | +44.20.7772.5454 |

© 2019 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S INVESTORS SERVICE, INC. Y SUS FILIALES ("MIS") CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO DEL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO QUE NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y LAS OPINIONES DE MOODY'S INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. TAMPOCO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL. TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las publicaciones de Moody's.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 2.700.000 dólares. MCO y MIS mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones de MIS. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones de MIS y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY250.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.