



METODOLOGÍA PARA LA CALIFICACIÓN DE LA CAPACIDAD DE PAGO DE SOBERANOS EN MONEDA EXTRANJERA Y LOCAL (Actualización 18 de marzo de 2022)

La metodología que **Value and Risk Rating** aplicará para asignar la calificación de soberanos en moneda local y extranjera. Tiene como objeto determinar la solvencia financiera y perspectivas del Gobierno y sus agentes relacionados (entes legislativos y judiciales, bancos centrales y otros estamentos públicos) para cumplir las obligaciones crediticias contraídas con agentes públicos, privados, supranacionales, locales y/o externos. Una mayor fortaleza financiera no es solo el reflejo de aspectos cuantitativos, sino también de otros factores cualitativos, como se explicará a lo largo del presente documento.

1. DEFINICIÓN DE CALIFICACIÓN DE CAPACIDAD DE PAGO DE UN SOBERANO

La medición de la capacidad de pago de un Soberano recaerá sobre el Gobierno como representante de la jurisdicción. Es decir, mide el grado de riesgo para determinar que el *ente público* que representa y administra la jurisdicción, *cumpla con las obligaciones crediticias*. Por tal razón, la Calificadora dará importancia a:

- *Aspectos Macroeconómicos*, en los que se evaluará el comportamiento de un conjunto de variables que permiten evidenciar el potencial recaudo de impuestos del Soberano.
- *Fortaleza Institucional*, representada en las políticas que adopte para el manejo eficiente de recursos y las instituciones dispuestas para formularlas y llevarlas a cabo, así como el historial de pago de las obligaciones y su voluntad para cumplirlas en el futuro, incluyendo los aspectos sociales de cada Soberano.
- *Balance Fiscal*, en el que se evaluará la generación de potenciales superávit/déficit a partir de las variables que afectan la economía. En adición, **Value and Risk Rating** hará un análisis de los aspectos presupuestales del Gobierno, en particular, las inversiones en sectores que se consideren claves para el desarrollo de la economía y la compenetración de éstos con la formulación de los Planes Nacionales establecidos por la Administración Pública.
- *Perspectivas a mediano y largo plazo*, en las que se tendrá en cuenta una proyección basada en los aspectos presupuestales, para lo cual la Calificadora hará simulaciones y determinará potenciales cambios a partir de las estimaciones oficiales y de organismos reconocidos, con el objeto de estimar la potencial estabilidad de las calificaciones asignadas.

Adicionalmente, para emitir un concepto en moneda local, tendrá en cuenta lo siguiente:

- *Credibilidad en la política monetaria*, dado que políticas altamente expansivas o restrictivas favorecerán o perjudicarán la capacidad de pago del Soberano, en

detrimiento de otros aspectos macroeconómicos, por lo que es necesario evaluar el grado de influencia del Gobierno en el Banco Central.

- *Concentración de la deuda denominada en moneda local*, considerando que es más factible atender y/o refinanciar una deuda interna denominada en moneda local.
- *Tamaño del mercado de capitales*, como factor para emisión de deuda, canjes, eficiencia de costos y flexibilidad monetaria al ser un canal de transmisión de políticas monetarias.

Value and Risk Rating también tendrá en cuenta métricas que se construirán a partir de la información oficial, con el objeto de establecer la capacidad con la que cuenta el Soberano para cumplir sus obligaciones.

De otra parte, dado que la *Calificación de Capacidad de Pago del Soberano* con el *Riesgo País* se relacionan y efectivamente existe una importante correlación entre ellos, es fundamental señalar que la metodología desarrollada por **Value and Risk Rating** no significa una medición de Riesgo País, por las siguientes razones:

- 1) La medición de la capacidad de pago de un Soberano recaerá sobre el Gobierno y sus agentes relacionados, es decir, se mide el grado de riesgo que el *ente público* (que representa y administra la jurisdicción), *incumpla con las obligaciones crediticias* contraídas con agentes públicos, privados, supranacionales, locales y/o externos.
- 2) En contraste, el riesgo país recaerá sobre el ambiente de negocios existente en una determinada jurisdicción para realizar inversiones, el cual incluye el análisis de aspectos como la protección a la propiedad privada, régimen tributario, seguridad pública y privada, entre otros, los cuales pueden debilitar el desarrollo empresarial e impactar también a *deudores privados*, deudores que no son incluidos en la evaluación del Soberano.
- 3) De igual forma, el riesgo país mide la incertidumbre de inversiones económicas en activos privados o públicos, derivada, entre otros aspectos, por políticas monetarias rígidas, dado que esta incertidumbre puede afectar el valor de las inversiones de No Residentes privados o públicos en el territorio, y por ende la potencial liquidación de esos activos. No obstante, este aspecto no necesariamente impacta la capacidad de pago de obligaciones del Soberano, especialmente de aquellas denominadas en moneda local.

Cabe anotar que tanto el ambiente económico para desarrollar negocios por parte de privados residentes y no residentes, así como la incertidumbre en la flexibilidad cambiaria, son dos de los múltiples componentes que son tenidos en cuenta en la medición de capacidad de pago de un Soberano, por su impacto indirecto en el pago de obligaciones de un Gobierno en particular.



2. ASPECTOS A CONSIDERAR PARA LA CAPACIDAD DE PAGO EN MONEDA EXTRANJERA

La Calificadora se apoyará en las fuentes oficiales de cada Soberano y valorará positivamente la existencia de fuentes alternas de información que contribuyan para determinar con mayores elementos la capacidad de Pago del Soberano. Así mismo, comparará, en los puntos que sea posible, al Soberano con países pares, los cuales serán seleccionados en función de su localización geográfica, tamaño de la economía, interrelaciones económicas con el Soberano, entre otros. Para ello, se analizarán cuatro grandes categorías, que se resumen a continuación:

2.1. Aspectos Macroeconómicos.

La capacidad que tiene un Soberano para formar y asignar eficientemente los recursos y la riqueza de residentes y no residentes es un punto trascendental para la Calificación, puesto que son indicativos de potenciales recaudos tributarios estructurales. Para evaluar el ambiente macroeconómico, **Value and Risk** tendrá en consideración lo siguiente:

- Evolución y crecimiento del PIB. Esta métrica es un indicativo para resumir la condición estructural y el desempeño de la economía. Un menor crecimiento en el PIB podría presionar el recaudo fiscal por renta y consumo, lo que implicaría un potencial incremento en el endeudamiento del Soberano para cubrir déficits estructurales. Como complemento a esta métrica, la Calificadora tendrá en cuenta la volatilidad de dicho indicador, aspecto que indicará la consistencia de las políticas a través del tiempo y el impacto de la economía ante fluctuaciones en las condiciones económicas.
- PIB per cápita (en Dólares). Este ratio permite estimar el potencial que tiene el Soberano para gestionar medidas de flexibilidad fiscal y ajustar la base impositiva. Países que cuentan con un PIB per cápita alto, en opinión de **Value and Risk**, cuentan con una mejor capacidad de absorber condiciones adversas de la economía. La Calificación también tiene en cuenta el PIB per Cápita por Paridad de Poder Adquisitivo, el cual elimina posibles distorsiones por el tipo de cambio, lo que permite reforzar el análisis.
- Concentración de la economía. Soberanos pequeños (es decir, con un PIB Nominal bajo) pero con fuertes indicadores macroeconómicos, en ocasiones pueden verse más afectados por vulnerabilidades externas en comparación con jurisdicciones más grandes y diversificados pero con una aparente menor fortaleza estructural. Por tal razón, cobra vital importancia la diversificación de la economía, dado que la caída de un sector en la que se concentre la mayor parte de la actividad económica podría incrementar el riesgo de otros indicadores transversales macroeconómicos, como por ejemplo ocurre en el evento de la “enfermedad holandesa”¹.

¹ Evento en el cual un sector de la economía recibe un alto número de divisas por ventas al exterior, lo cual provoca una revaluación de la moneda local y en general perjudica la competitividad de otras empresas exportadoras.

- Inflación. Las políticas monetarias del Banco Central pueden propender por un estímulo al crédito para contribuir al impulso de la actividad económica, en detrimento del control de precios. En este sentido, la inflación en combinación con otros indicadores, permiten analizar la tendencia de la economía en el corto y mediano plazo. Así mismo, una política monetaria para el control de la inflación podría impactar el desempleo del Soberano. Lo anterior, debido a que el cambio en tasas de referencias en Bancos Centrales para frenar tendencias alcistas en precios desincentiva el consumo en beneficio del ahorro, y de esta manera, lleva al aparato productivo a reducir el gasto de contratación. Por tal razón, se afectaría la capacidad del Gobierno para un potencial recaudo de impuestos ligados a las personas naturales.
- Balance de Cuenta Corriente e Inversión Extranjera Directa. Para el cálculo del Balance en Cuenta Corriente, **Value and Risk no incluye** las transacciones de capital ni su costo financiero. En el evento que un Soberano obtenga un déficit en cuenta corriente, no necesariamente implica que exista un mayor riesgo de crédito, teniendo en cuenta que es posible que un país registre un déficit comercial porque presenta una baja tasa de ahorro. No obstante, se constituye en una señal de alerta cuando existe un potencial desbalance en la demanda local acompañado de impactos en la balanza comercial en el mediano plazo, dado que esto indicaría un mayor grado de dependencia a la importación de bienes y servicios esenciales, que en caso de no compensarse adecuadamente, podría conducir a fuertes devaluaciones en el tipo de cambio doméstico, lo cual ampliará las necesidades de expansión monetaria con consecuencias en la inflación y otros indicadores macroeconómicos, que variarán de acuerdo al potencial del Soberano.

Por lo anterior, la Cuenta Corriente también es una variable que aporta a la estabilidad macroeconómica, dado que bajo el evento de no contarse con la capacidad para financiarla con deuda externa cuando su déficit es recurrente, podría acelerar una devaluación o, incluso, una recesión. Debido a esto, **Value and Risk** también tendrá en cuenta los montos de Inversión Extranjera Directa², ya que estos flujos representan una alternativa menos riesgosa (en comparación a la Deuda Externa) para compensar el déficit en cuenta corriente, y adicionalmente es un componente que podría aumentar la productividad de la economía.

De igual forma, tendrá en cuenta la Inserción en el Comercio Internacional³ del Soberano frente a su PIB, con el objeto de medir el impacto que tendría ante vulnerabilidades externas; la concentración en bienes y servicios que estén atados a movimientos en precios internacionales (como *commodities*); y, la alta dependencia en pocos países de origen y destino en el comercio exterior del Soberano. Lo anterior al considerar que cambios en las políticas exteriores en jurisdicciones con las que el Soberano tenga una fluida relación comercial pueden afectar la capacidad de

² Se considerará como el flujo neto de inversiones para adquirir un derecho duradero, de al menos 10% o más de las acciones con derecho a voto, en una empresa que opera en una economía diferente a la del inversionista. Es la suma del capital social, la reinversión de ganancias, otro capital a largo plazo y el capital a corto plazo.

³ Importaciones + Exportaciones



generación de divisas o de compras en el evento de no contar con fuentes alternas competitivas para hacerse de bienes o servicios necesarios, o de tratados adicionales con otros países.

- Posición de Reservas Internacionales. En opinión de **Value and Risk**, mantener adecuados niveles de reservas internacionales contribuye para que el Soberano enfrente de mejor manera épocas de estrés. Es así como cuando en situaciones en las que se presentan altos desbalances en la Cuenta Corriente, la misma podría ser mitigada parcialmente a través de las reservas internacionales, para atender importaciones en un período determinado cuando no hay acceso a fuentes adicionales de fondeo como las IED's descritas anteriormente, o inconvenientes en la liquidez externa por otro tipo de vulnerabilidades. Adicionalmente, la Calificadora valorará la posición de Reservas Internacionales frente al nivel de Deuda Externa, como un elemento que aporta a la capacidad de pago de las obligaciones en moneda extranjera.
- Evolución del tipo de cambio. En este punto se tendrá en cuenta la evolución del tipo de cambio y su impacto en las Cuentas Nacionales del Soberano (en especial en la Deuda Externa), así como las políticas de flexibilidad del mismo. Al respecto, soberanos que cuenten con un tipo de cambio y mercados financieros abiertos, se le dificultará el conducir una política monetaria independiente. Así mismo, en pequeñas economías abiertas, la administración de este factor es muy importante en su política macroeconómica, por la importancia relativa que puede representar el comercio exterior en dichos territorios.
- Fortaleza del Sistema bancario. En este punto, **Value and Risk Rating** evaluará la suficiencia de capital en el sistema bancario del Soberano, como factor principal para absorber pérdidas. Una robusta estructura patrimonial del Sistema Bancario disminuye la probabilidad de intervención del Soberano para capitalizarlo, lo que históricamente ha llevado a incrementar la deuda del Soberano. De igual forma, para opinar respecto a la fortaleza del sistema bancario, **Value and Risk** tendrá en cuenta el comportamiento y los niveles de morosidad de la cartera, así como revisará si los niveles de cobertura son apropiados para mitigar el riesgo de incumplimiento. Una tendencia de deterioro permanente en la calidad de la cartera puede significar la implementación de mayores exigencias en la originación y por tanto una desaceleración en la colocación de créditos, con su correspondiente impacto en la economía y en el recaudo tributario futuro del Gobierno.

Como complemento a lo anterior, la Calificadora tendrá en cuenta el nivel de Activos Bancarios con respecto al PIB (como métrica para determinar la importancia de la intermediación financiera en la actividad económica del Soberano), y la relación existente entre los créditos otorgados y los pasivos que los fondean (niveles muy altos en este indicador podrían significar, ante escenarios de estrés, un potencial riesgo de liquidez para el Soberano, dado que el Gobierno propenderá a evitar una crisis financiera). Por último, es necesario considerar la concentración del sistema bancario en pocas entidades ("*too big to fail*"), ya que esto aumentaría el riesgo de implementar "planes de rescate", con un potencial incremento en impuestos, con el objetivo de mantener la confianza del Sistema si la solvencia financiera no es

adecuada.

2.2. Fortaleza Institucional.

Value and Risk evaluará el impacto en la capacidad crediticia de la política gubernamental, y su objetivo para alcanzar un desarrollo económico, social e institucional a través del tiempo, siempre enmarcado dentro de un equilibrio entre el Estado, Gobierno, sociedad civil y mercado. Para ello se consideran dos aspectos importantes:

- **Marco de Gobernanza.** En este aspecto la calificadora busca establecer posibles amenazas para el cumplimiento de las obligaciones, y para ello, lleva a cabo un análisis de efectividad de las políticas gubernamentales, la transparencia de sus Cuentas Nacionales⁴, la fortaleza e independencia de las instituciones políticas, monetarias y ramas del poder público, el ambiente político y consenso social del Ejecutivo para formular e implementar cambios regulatorios en pro del desarrollo económico, la capacidad de controlar la evasión de impuestos, entre otros. También hará un seguimiento al cumplimiento de los planes que establezca el Gobierno para lograr avances en lo social y económico.

Para una mayor objetividad en la medición de este punto y con el objeto de comparar la evolución frente a sus pares, **Value and Risk** también podrá incluir en el análisis los indicadores desarrollados por organismos institucionales de alta credibilidad como el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional, los cuales analizan aspectos como el control de la corrupción⁵; estado de derecho⁶; calidad regulatoria⁷; efectividad gubernamental⁸; voz y rendición de cuentas⁹; estabilidad política y violencia¹⁰; entre otros.

- **Prosperidad económica.** La robustez de las instituciones que hacen parte del Gobierno para la formulación de políticas de productividad son claves para un desarrollo de una economía de mercado, por lo cual, Soberanos que tiendan a

⁴ Se tendrá en cuenta la calidad de las cifras publicadas, la periodicidad de actualización, la pertinencia, su disponibilidad en fuentes públicas del exterior, conceptos del contralor/auditor, entre otros.

⁵ Refleja las percepciones, como medida, en que se ejerce el poder público para obtener ganancias privadas (incluidas pequeñas y grandes formas de corrupción), así como la "captura" del Estado por parte de élites e intereses privados.

⁶ Refleja las percepciones de hasta qué punto los agentes confían y respetan las reglas de la sociedad y, en particular, el cumplimiento de los contratos, los derechos de propiedad, las entidades de defensa del Estado y los tribunales, así como la probabilidad de delincuencia y violencia.

⁷ Refleja las percepciones de la capacidad del gobierno para formular e implementar políticas y regulaciones sólidas que permitan y promuevan el desarrollo del sector privado.

⁸ Refleja las percepciones de la calidad de los servicios públicos, la calidad de la administración pública y de la formulación y ejecución de las políticas, la credibilidad del compromiso del gobierno con estas políticas, así como el grado de su independencia de las presiones políticas.

⁹ Refleja las percepciones de hasta qué punto los ciudadanos de un país pueden participar en la selección de su gobierno, así como la libertad de expresión, la libertad de asociación y los medios de comunicación libres.

¹⁰ La estabilidad política y violencia mide las percepciones de la probabilidad de inestabilidad política y / o violencia por motivos políticos, incluido el terrorismo.

promover la competitividad y la innovación serán mejor valorados. En sus análisis la Calificadora podrá tener en cuenta el Índice de Competitividad Económica publicado por el Foro Económico Mundial, que permite comparar la evolución del Soberano frente a su grupo de referencia. Dicho indicador refleja la utilización de recursos y la capacidad de sus habitantes para mejorar su nivel de prosperidad económica, y ser más competitivos a nivel mundial por factores diferentes al precio. Dentro de las variables consideradas en este índice se cuentan: instituciones; infraestructura; entorno macroeconómico; salud; educación primaria y superior; eficiencia en el mercado de bienes y del mercado laboral; desarrollo del mercado financiero; preparación tecnológica; tamaño de mercado, sofisticación en materia de negocios; e, innovación.

- Cultura y voluntad de pago. **Value and Risk** tendrá en cuenta la trayectoria de pago e incumplimientos en el pago de las obligaciones por parte del Soberano en los últimos 25 años, ponderando en mayor medida impagos ocurridos en años recientes. Este factor cobra vital importancia, ya que los Soberanos que no han entrado en default propenden en mantener su credibilidad internacional y muestran mayor voluntad de pago frente a otros que han incumplido más recientemente sus compromisos, los cuales tienen una mayor probabilidad de reincidir.

2.3. Balance Fiscal.

En este aspecto, **Value and Risk** buscará establecer la capacidad del Soberano para generar fuentes de ingresos y abastecer la demanda interna de bienes y servicios. Entre las métricas más importantes que se incorporan dentro del análisis se encuentran:

- Déficit/Superávit Fiscal: **Value and Risk** considerará como Déficit Corriente la diferencia resultante entre los Ingresos Corrientes y los Gastos de Funcionamiento e Inversión Social del Soberano. Entre más bajo sea el déficit (o existan superávits), el Gobierno será más auto-sostenible y requerirá menos recursos de crédito. Es importante mencionar que los déficits no necesariamente indican problemas de sostenibilidad de la deuda, pero podrían indicar necesidades de mayores ajustes en el largo plazo. Por esta razón, además de tener en cuenta la relación del Déficit corriente/PIB, el análisis también incluye la medición del Ahorro Operacional (que excluye los Gastos de Inversión puesto que generalmente éstos tienden a ser menos estructurales).

De forma complementaria, **Value and Risk** evaluará la capacidad o necesidad de financiación¹¹ como proporción del PIB, conforme a la gestión del Soberano en la economía. Este indicador, que es medido como la diferencia entre los ingresos del Gobierno y los gastos y la inversión neta en activos no financieros, indica dos cosas: si es negativo, se estará cuantificando las Necesidades del Gobierno y la utilización de recursos financieros generados por otros sectores de la economía o extranjeros y, por ende, su exposición a un potencial riesgo de liquidez; cuando es positivo,

¹¹ También puede ser visto como la relación entre la adquisición de activos financieros descontando la incurrencia de pasivos.



evidencia la Capacidad del Soberano para destinar recursos financieros en otros sectores de la economía.

- Endeudamiento frente al PIB y perfil de las obligaciones. Uno de los aspectos que permite evidenciar la flexibilidad y el desempeño fiscal del Soberano, es el nivel de endeudamiento así como las fluctuaciones del mismo en los últimos años. En opinión de **Value and Risk**, una mayor proporción de deuda con respecto al PIB podría indicar un mayor riesgo de impago frente a Soberanos con menores niveles de deuda. Para el cálculo de la Deuda, la Calificadora tendrá en cuenta todas las obligaciones locales y externas que generan intereses y tengan plazos determinados, tanto de forma bruta como neta¹². No obstante, **Value and Risk Rating** ajustará el indicador incorporando el endeudamiento en el que es garante o cuando se evidencien otros pasivos contingentes por fallos judiciales o procesos con alta probabilidad de resolución en contra.

Como complemento a lo anterior, la Calificadora analizará el perfil de vencimientos de las obligaciones, ponderando en mejor medida duraciones de deuda más amplias como mitigante de riesgo de refinanciación. Por otro lado, también se valorará la profundidad del mercado de capitales local como fuente de financiación del Soberano, así como la amplitud de la base de inversionistas del mismo.

- Intereses / Ingresos. Esta variable también reflejará el resultado de administraciones anteriores, y la sensibilidad ante cambios de la tasa de referencia de los Bancos Centrales por lo que en ocasiones, puede ser incontrolable para el Gobierno. Por tal razón, **Value and Risk** valorará un decrecimiento en esa proporción, teniendo en cuenta que le aporta una mayor flexibilidad fiscal al Soberano. Así mismo, una alta proporción podría indicar un menor grado de confianza por parte de los acreedores para financiar políticas gubernamentales, lo cual limita al Gobierno en la formulación de políticas contracíclicas para estimular el crecimiento de la economía en época de “vacas flacas”.
- Importancia de la divisa del Soberano en transacciones internacionales. Esta variable contribuye a un ajuste positivo al *Rating*, dado que la liquidez externa del Soberano que cuenta con una moneda de reserva altamente negociada, es superior a la de otras jurisdicciones por el menor impacto en posibles alteraciones de los mercados. También, refleja una mayor utilización de títulos de deuda en dichas divisas, como activos de reserva, por parte de Bancos Centrales de otros países.

Para dicha medición, **Value and Risk** podrá tener en cuenta el reporte del Fondo

¹² La deuda bruta consiste en todos los pasivos que requieren pagos de intereses y / o principal por parte del deudor al acreedor en una fecha o fechas en el futuro. Esto incluye pasivos de deuda en forma de Deuda Estratégica Reestructurada, moneda y depósitos, valores de deuda, préstamos, seguros, pensiones y planes de garantía estandarizados, y otras cuentas por pagar. Se exceptúan las participaciones en fondos de inversión y de capital y los derivados financieros y las opciones sobre acciones para empleados. La deuda neta se calcula como deuda bruta menos activos financieros correspondientes a instrumentos de deuda, entre los que se encuentran el oro monetario, la deuda estratégica reestructurada, moneda y depósitos, valores de deuda, préstamos, seguros, pensiones y planes de garantía estandarizados, y otras cuentas por cobrar.



Monetario Internacional *COFER*¹³ por sus siglas en inglés, que incorpora las participaciones de las 7 divisas más importantes del mundo en las reservas internacionales mundiales. Se ponderará de forma positiva el hecho que un Soberano cuente con una moneda oficial correspondiente a una de estas divisas. Adicionalmente, la Calificadora ponderará si el Soberano cuenta con la capacidad de decisión en una divisa que sea utilizada en más de un país (por ejemplo Estados Unidos en el Dólar, o Alemania y Francia en el Euro, dada su participación en el PIB de la Unión Europea), teniendo en cuenta que en opinión de **Value and Risk**, es un elemento adicional para mitigar impactos en la inflación por políticas monetarias más expansivas.

2.4. Perspectivas a mediano y largo plazo.

En este apartado, **Value and Risk** realizará un análisis sobre el potencial desempeño de la economía y como este podría afectar el cumplimiento de las obligaciones en los próximos años. Al respecto, se tendrán en cuenta los siguientes aspectos:

- Crecimiento del PIB. Tendrá en cuenta fuentes oficiales, encuestas a los agentes del mercado, consideraciones de organismos supranacionales, entre otros, para estimar este indicador. La calificadora aplicará el PIB Nominal para el cálculo de los indicadores que estén expresados como proporción del PIB como Deuda/PIB, Déficit Corriente/PIB, entre otros.
- Desempleo. Altos niveles de desempleo podrían influir en las políticas inflacionarias y por tanto en la política monetaria del Banco Central, dependiendo de su nivel de independencia. Así mismo, bajos niveles de desempleo indicarían una estructura económica sólida, mayor recaudo y menor presión en gasto del Gobierno.
- Inflación. Se ponderará una política monetaria cuyo fin es conducir a una inflación que mantenga estable y controlado el valor de la deuda en moneda local en el largo plazo.
- Tendencia de endeudamiento externo. De acuerdo con las políticas del Gobierno, se evaluarán no solo los planes de nuevo endeudamiento, sino los compromisos adquiridos por Administraciones anteriores. Evidentemente, una mayor concentración en deuda externa frente al total, podrían generar alertas sobre la capacidad de pago ante vulnerabilidades externas. Al respecto, **Value and Risk** tendrá en cuenta que exista un adecuado equilibrio entre deuda local y externa y las fuentes alternativas de financiación con las que cuenta el Soberano para hacer frente a sus requerimientos. Adicionalmente, tendrá en cuenta la concentración de la deuda a corto y largo plazo y las necesidades de refinanciación o emisión de nueva deuda a largo plazo. Soberanos con mayor concentración de endeudamiento a corto plazo son más vulnerables respecto a aquellos con un perfil de largo plazo.
- Proyecciones. En este punto, **Value and Risk** llevará a cabo simulaciones partiendo

¹³ Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves



de los comportamientos históricos de los ingresos y gastos del Soberano, atendiendo las posibles limitaciones normativas que puedan existir hacia estos, y buscando establecer una opinión positiva, negativa o estable acerca de la perspectiva de la economía. De acuerdo al Plan y objetivos que sean establecidos por el Gobierno, se calcularán las necesidades de Ingresos o reducción de gastos para atender los requerimientos en ellos contenidos.

Adicionalmente, se estimarán los requerimientos futuros de recursos de crédito, conforme al análisis que se llevará a cabo de las coberturas de Servicio de Deuda a partir del Superávit Primario (medido como la suma entre el Déficit Corriente y los Ingresos de Capital). De igual forma, medirá la Sostenibilidad de la deuda (Deuda / Ingresos Corrientes) y su Solvencia (Intereses / Ahorro Operacional).

3. ASPECTOS A CONSIDERAR PARA LA CAPACIDAD DE PAGO EN MONEDA LOCAL

Una vez se ha determinado la capacidad de pago en moneda extranjera, **Value and Risk** considerará aspectos adicionales, dentro de los que se cuentan:

- Credibilidad en la política monetaria. La independencia del Banco Central será el principal factor de evaluación en este aspecto, ya que políticas altamente expansivas o restrictivas pueden favorecer o perjudicar la capacidad de pago del Soberano, pero en detrimento de otros aspectos macroeconómicos.

Value and Risk considera que una mayor influencia del Gobierno en el Emisor incrementa el riesgo de políticas de tipo de cambio rígidas, lo que sumado a mercados de intercambio monetarios poco profundos, pueden incrementar la vulnerabilidad del Soberano ante eventos externos y dificultar la conversión de recursos; en contraste, una política monetaria restrictiva reduce el riesgo de devaluación de la moneda local, pero puede traducirse en aumento del desempleo y disminución del crecimiento económico.

La Calificadora también tendrá en cuenta el nivel de cumplimiento en las metas, intervención oportuna en la toma de decisiones en las tasas de referencia, entre otros aspectos.

- Concentración de la deuda denominada en moneda local. Dada la flexibilidad del Gobierno para atender este tipo de obligaciones, según las políticas monetarias existentes, **Value and Risk** considerará que al existir una deuda interna en proporciones superiores a la externa, el Gobierno contará con una mayor capacidad de refinanciación, a pesar que la misma pueda ser más costosa.
- Tamaño del mercado de capitales (%PIB). Mayor acceso a los mercados locales es un factor que contribuirá con el pago de obligaciones en moneda local (como por ejemplo a través de canjes de deuda para reducir amortizaciones), costos más eficientes y mayor flexibilidad en la política monetaria, ya que el mercado de capitales normalmente es utilizado por el Banco Central como canal de transmisión



de dicha política. Así mismo, si la Calificadora observa que, como proporción del PIB, hay una participación muy pequeña del mercado de capitales (considerado como bajo acceso) o demasiado alta (sobrecalentamiento de la economía), se ajustará esta variable de forma negativa en cualquiera de las dos situaciones.

Es importante mencionar que la calificación en moneda local podrá estar por debajo o por encima de la obtenida en moneda extranjera en no más de dos notches.

4. ESCALA PARA LA CALIFICACIÓN EN MONEDA EXTRANJERA Y MONEDA LOCAL

Value and Risk Rating aplicará las siguientes escalas de calificación para opinar sobre la capacidad de pago tanto en moneda extranjera como en moneda local de los Soberanos. La calificación estará precedida de la letra **S** para indicar que se trata de una calificación de Riesgo Soberano.

Calificación capacidad de pago a corto plazo (Igual o inferior a un año)

GRADOS DE INVERSIÓN

Nivel alto

S-VrR 1 Corresponde a la más alta categoría en grados de inversión. Indica que el Soberano goza de la más alta probabilidad en el pago de las obligaciones en los términos y plazos pactados. La liquidez así como la protección para con terceros es buena. Adicionalmente, la capacidad de pago no se verá afectada ante variaciones en la economía.

Nivel bueno

S-VrR 2 Es la segunda categoría de los grados de inversión. Indica una buena y suficiente probabilidad de pago de las obligaciones del Soberano, esta capacidad no es tan alta en comparación con Soberanos calificados en mejor categoría. Los factores de protección y liquidez para con terceros son buenos pero menores con respecto a Soberanos con mejor categoría de calificación. Los instrumentos calificados en esta categoría pueden ser susceptibles de deteriorarse ligeramente ante posibles cambios en el emisor o en la economía.

Nivel satisfactorio

S-VrR 3 Es la más baja categoría en grado de inversión. Indica una satisfactoria probabilidad de pago de obligaciones por parte del Soberano. Aunque existen liquidez y protección adecuadas, los factores de riesgo son mayores y están sujetos a variaciones.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre S-VrR 1 y S-VrR 3, Value and Risk utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo relativo.



GRADO DE ALTO RIESGO

Nivel que no clasifica para inversión

S-VrR 4 Es la primera categoría de alto riesgo o en grado especulativo; la probabilidad de pago del Soberano es insatisfactoria, ya que no existe la suficiente liquidez y protecciones para atender las obligaciones. Los factores de protección están sujetos a un alto grado de variación, dado el inadecuado nivel de solvencia, volatilidad y estabilidad de la rentabilidad.

Nivel de incumplimiento

S-VrR 5 Esta categoría corresponde a la escala dentro de la cual el Soberano o sus emisiones se encuentran en incumplimiento en algún pago de sus obligaciones.

Nivel sin suficiente información

S-VrR 6 Esta categoría es considerada sin suficiente información para calificar

Largo Plazo (Superior a un año)

GRADOS DE INVERSIÓN

Nivel alto

S-AAA La capacidad de pago del Soberano es la más alta. Es la mejor y más alta calificación en grados de inversión, la cual no se verá afectada en forma significativa ante posibles cambios en la economía.

S-AA Esta calificación indica una alta capacidad de pago del Soberano, con un riesgo incremental limitado en comparación con otros Soberanos calificados con la categoría más alta.

Nivel bueno

S-A La calificación indica la existencia de una buena capacidad de pago del Soberano. Aunque los factores de protección se consideran adecuados, la economía del Soberano puede ser más vulnerable a acontecimientos adversos que aquellos calificados en mejores categorías de calificación.

Nivel satisfactorio

S-BBB Es la categoría más baja de grado de inversión; indica una suficiente capacidad de pago del Soberano. Sin embargo, la economía del Soberano es más vulnerable a los acontecimientos adversos que aquellos calificados en mejores categorías de calificación.



GRADOS DE NO INVERSIÓN

Corresponde a categorías de alto riesgo o especulativo en las que no existe certeza del pago.

Nivel que no clasifica para inversión

S-BB Aunque no representa un grado de inversión, esta calificación sugiere que existe menor probabilidad de cumplimiento con respecto a Soberanos calificados en mejores categorías. En esta categoría la capacidad de pago del Soberano es débil y existe un nivel de incertidumbre que podría afectar el cumplimiento de las obligaciones.

S-B Los Soberanos calificados en esta categoría indican un nivel más alto de incertidumbre y por lo tanto mayor probabilidad de incumplimiento respecto a Soberanos, con mayor calificación; la capacidad de pago es mínima. Cualquier acontecimiento adverso en la economía del Soberano podría afectar negativamente el pago oportuno de sus obligaciones.

S-C Esta calificación indica una clara probabilidad de incumplimiento del Soberano dado que no cuenta con capacidad suficiente para hacer frente a sus compromisos. Existe un alto riesgo ya que la continuidad de los pagos depende de un cambio radical favorable en las condiciones económicas.

Nivel de incumplimiento

S-D Incumplimiento, default selectivo

Nivel sin suficiente información

S-E Sin suficiente información para calificar.

Adicionalmente para las categorías de riesgo entre S-AA a S-B, **Value and Risk** utilizará la nomenclatura (+) y (-) para otorgar una mayor graduación del riesgo relativo.

De otro lado, **Value and Risk** asignará una “**Perspectiva**” para emitir una opinión acerca del comportamiento que puede seguir una calificación en el mediano y largo plazo (superior a un año) con base en los posibles cambios en la economía del Soberano. La escala que utilizará Value and Risk será la siguiente:

Perspectiva Positiva. La calificación puede subir

Perspectiva Negativa. La calificación puede bajar

Perspectiva Estable. No se espera un cambio en la calificación.

Adicionalmente, **Value and Risk Rating** señalará con, “**RiskVAR**” una calificación cuando esta requiera **una observación especial** producto de acontecimientos y eventos drásticos de corto plazo que puedan motivar un cambio sustancial en las variables claves



que sustentan la calificación.

No necesariamente una calificación que se encuentre en “RiskVAR” será objeto de ser modificada. Las calificaciones colocadas en RiskVAR” podrán tener una calificación “positiva”, “negativa” o “en proceso”. La designación “positiva” significa que la calificación podrá subir, “negativa” que podrá bajar, en tanto “en proceso” que podrá subir, bajar o ser confirmada.



GLOSARIO

Soberano: Hace referencia a una entidad jurídica representada por un gobierno y sus agentes relacionados quienes administran determinada jurisdicción, ejercen la máxima autoridad y no están sometidos al poder o control de otro.

Ahorro operacional: Diferencia entre los Ingresos Corrientes y Gastos de Funcionamiento del Gobierno, por lo cual no incluye Gastos de Inversión.

Apertura económica: Suma de las importaciones y exportaciones de bienes y servicios de una economía.

Balanza en Cuenta Corriente: Diferencia entre las importaciones y exportaciones de bienes y servicios de una economía. Esta incluye todos los renglones de ingresos y gastos: importaciones y exportaciones de bienes y servicios, ingreso de inversiones y pago de transferencias o transferencias unilaterales. La balanza en cuenta corriente es similar al ingreso neto de un país. Desde un punto de vista conceptual, equivale a las exportaciones netas en las cuentas del producto nacional.

Déficit presupuestal: Se incurre en un déficit presupuestal cuando los gastos exceden a los ingresos gubernamentales. Cuando el Gobierno incurre en un déficit presupuestal, posiblemente debe obtener recursos del público para pagar sus obligaciones, si no cuenta con otras fuentes para generar excedentes.

Deuda externa: El valor presente de la deuda externa es la suma entre la deuda externa a corto plazo, y la suma descontada del total de los pagos del servicio de la deuda, la cual incluye la porción de los montos adeudados con o sin garantía pública y privada a largo plazo.

Deuda pública: Es el saldo total de las obligaciones contractuales directas del Gobierno a un plazo fijo con otras entidades en una fecha determinada. Incluye pasivos nacionales y extranjeros, tales como depósitos en moneda y dinero, valores distintos de acciones y préstamos.

Deuda Pública Bruta. Consiste en todos los pasivos que requieren pagos o pagos de intereses y / o principal por parte del deudor al acreedor en una fecha o fechas en el futuro. Esto incluye pasivos de deuda en forma de deuda estratégica reestructurada, moneda y depósitos, valores de deuda, préstamos, seguros, pensiones y planes de garantía estandarizados, y otras cuentas por pagar. Por lo tanto, todos los pasivos son deudas, excepto las participaciones en fondos de inversión y de capital y los derivados financieros y las opciones sobre acciones para empleados.

Deuda Pública Neta. Se calcula como deuda bruta menos activos financieros correspondientes a instrumentos de deuda, entre los que se encuentran el oro monetario deuda estratégica reestructurada, moneda y depósitos, valores de deuda, préstamos, seguros, pensiones y planes de garantía estandarizados, y otras cuentas por cobrar.



Desempleo: Se clasifica a las personas como desempleadas si no tienen un trabajo, han buscado uno de manera activa en las cuatro semanas anteriores y están disponibles para trabajar de inmediato. Un punto importante es que el desempleo requiere algo más que no tener trabajo, se necesita establecer acciones para encontrar un empleo, ya que no se considera desempleado aquella persona que no esté buscándolo.

Índice de Precios de Consumo (IPC): indicador del costo total de los bienes y servicios comprados por un consumidor representativo.

Inflación: Variación porcentual que experimenta el índice de precios, al consumidor o al productor, con respecto al período anterior.

Ingresos Corrientes: Para los Ingresos Corrientes, la Calificadora considerará la suma de los Ingresos Tributarios, No Tributarios (multas y sanciones, entre otros), Rentas asociadas a impuestos, y Fondos que financien Gastos de Funcionamiento del Estado.

Ingresos de Capital: Son los ingresos que se obtienen por recursos de crédito, excedentes de entidades públicas, reintegros, recuperaciones, entre otros.

Inversión Extranjera Directa: son los flujos netos de inversiones para adquirir activos, por parte de No Residentes, representados en participaciones en empresas iguales o superiores al 10% del capital social. Este concepto incluye la suma del capital social, la reinversión de ganancias, otro capital a largo plazo y el capital a corto plazo.

Necesidades de financiación del Gobierno: equivalen a los ingresos del Gobierno menos los gastos y la inversión neta en activos no financieros. También es igual al resultado neto de las transacciones en activos y pasivos financieros. Este indicador muestra la medida en que el Gobierno está colocando recursos financieros a disposición de otros sectores en la economía o en el extranjero (cuando es positivo), o está utilizando los recursos financieros generados por otros sectores en la economía o desde el exterior (cuando es negativo).

Producto Interno Bruto: es el valor de mercado de todos los bienes y servicios finales producidos en un país durante un determinado período de tiempo.

Producto Interno Bruto Nominal: producción de bienes y servicios valorada a los precios vigentes en cada año.

Producto Interno Bruto per Cápita: El PIB per cápita, ingreso per cápita o renta per cápita, mide la relación existente entre el nivel de renta de un país y su población. Para obtenerlo, se divide el Producto Interno Bruto (PIB) entre el número de habitantes.

Producto Interno Bruto per Cápita por Paridad de Poder Adquisitivo: La paridad del poder adquisitivo (PPA) es la suma final de cantidades de bienes y servicios producidos en un país, al valor monetario de un país de referencia. Cuando se quiere comparar el producto interno bruto (PIB) de diferentes países es necesario homogeneizar la información, puesto que cada país mide su producto en su moneda local; para ello se convierte el PIB a una moneda común, a través de los tipos de cambio. La paridad del



poder adquisitivo es una de las medidas más adecuadas para comparar la producción de bienes y servicios, con ventajas sobre el PIB nominal per cápita, puesto que toma en cuenta las variaciones de precios. Este indicador elimina la ilusión monetaria ligada a la variación de los tipos de cambio, de tal manera que una apreciación o depreciación de una moneda no cambiará la paridad del poder adquisitivo de un país, puesto que los habitantes de ese país reciben sus salarios y hacen sus compras en la misma moneda. Lo que sí afectará al PIB PPA es la cantidad de los bienes y servicios producidos en el mismo, debido a variaciones en el tipo de cambio, cuando se trate de importaciones y exportaciones.

Producto Interno Bruto Real: producción de bienes y servicios valorada a los precios de un año base.

Reservas internacionales: Las reservas totales comprenden tenencias de oro monetario, derechos especiales de giro, reservas de miembros del FMI en manos del FMI y tenencias de divisas bajo el control de las autoridades monetarias y/o Bancos Centrales. Esta es una medida para cuantificar los recursos que dispone un país para hacer compras en el extranjero, transacciones en las cuales sólo son aceptables divisas fuertes como medio de pago. También, estos activos son utilizados por los bancos centrales para dar apoyo a los pasivos, por lo que funciona para medir la capacidad del país para financiar sus importaciones, a la moneda local emitida, o a las reservas depositadas por los bancos privados, por el gobierno o por instituciones financieras.

Superávit primario: Se define como la suma entre el Déficit Corriente y los Ingresos de Capital.



CONTROL DE VERSIONES

No.	OBSERVACIÓN	ACTA COMITÉ TÉCNICO	FECHA
1	Creación de la metodología de Calificación de la Capacidad de Pago de Soberanos en Moneda Extranjera y Local a escala internacional.	428	21 de diciembre de 2018
2	Se aclara que la Calificación se destinará exclusivamente para la jurisdicción local y que se constituye como una herramienta para la evaluación de riesgo (en la jurisdicción local) de entidades, empresas o conglomerados que tienen exposiciones en otras jurisdicciones.	567	30 de noviembre de 2021
3	Se realizan ajustes de forma a lo largo de documento, se retira la aclaración que se destinará exclusivamente para la jurisdicción local. Así mismo, en las escalas se incorpora la letra S para hacer referencia a la escala calificación de Riesgo Soberano. Se suprimen referencias a comentarios respecto a que se trata de una calificación escala internacional, teniendo en cuenta que no se hace necesario aclarar que es a escala internacional dado que se trata de calificación de Riesgo Soberano.	584	18 de marzo de 2022