



DOCUMENTO DE TRABAJO  
N.º 001 | 2007

## Deuda y los efectos de la política fiscal: evaluación de vulnerabilidades para la economía costarricense

Mario Alfredo Rojas Sánchez

Fotografía de portada: "Presentes", conjunto escultórico en bronce, año 1983, del artista costarricense Fernando Calvo Sánchez. Colección del Banco Central de Costa Rica.

# Deuda y los efectos de la política fiscal: evaluación de vulnerabilidades para la economía costarricense

Mario Alfredo Rojas Sánchez\*

Las ideas expresadas en este documento son del autor y no necesariamente representan las del Banco Central de Costa Rica.

## Resumen

Este documento analiza la situación de la deuda pública costarricense, para tratar de identificar sus principales vulnerabilidades y los riesgos que enfrentaría de no aprobarse en el corto plazo, una reforma tributaria que le permita a las autoridades fiscales mejorar de manera permanente su recaudación de ingresos y con ello aumentar los niveles relativos de superávit primario. Este tema cobra especial importancia en la coyuntura actual, en que el Banco Central de Costa Rica viene evaluando y poniendo en práctica una serie de medidas con el propósito de cambiar, en el mediano plazo, el régimen actual de política monetaria por uno enfocado en Metas de Inflación (MI), para tener un mejor control sobre los medios de pago para el logro de una mayor estabilidad del colón y bajar la tasa de inflación.

Los resultados obtenidos a partir de los ejercicios de simulación realizados con el Modelo de Sostenibilidad Fiscal del Banco Central de Costa Rica (Rojas y Sáenz, 2003), muestran que la dinámica de la deuda pública costarricense es sostenible, aun cuando los supuestos de las variables involucradas en el ejercicio toman los valores promedio históricos de los últimos 10 años (escenario base), durante el periodo de proyección. No obstante, debido a que el nivel relativo de la razón de deuda a PIB es alto, su situación es vulnerable al impacto de choques adversos en las variables exógenas que escapan al dominio de las autoridades fiscales, por lo que es necesario la aprobación de reformas fiscales para fortalecer la posición de las finanzas públicas y reducir el riesgo de insostenibilidad de la dinámica de la deuda pública.

**Palabras clave:** Deuda pública, Política Fiscal.

**Clasificación JEL:** C6, E6, H6.

---

\* Departamento de Investigación Económica. División Económica, BCCR. [rojassm@bccr.fi.cr](mailto:rojassm@bccr.fi.cr)

# Debt and the Effects of Fiscal Policy: Assessing the Vulnerabilities for Costa Rica

Mario Alfredo Rojas Sánchez †

The ideas expressed in this paper are those of the author and not necessarily represent the view of the Central Bank of Costa Rica.

## Abstract

This paper analyses the situation of the Costa Rican public debt to identify its main vulnerabilities and the risks in the absence of a fiscal reform agreement in order to increase both the tax incomes and the primary surplus. Currently, this issue is very important because the Central Bank of Costa Rica will implement, in the medium term, the Inflation Targeting Regime to control in a better way the money aggregates to get the colon stability and to reduce the inflation rate.

The baseline scenario results of the simulation exercises with the Fiscal Sustainability Model of the Central Bank of Costa Rica show that the public debt dynamics is sustainable, assuming that the exogenous variables and the primary surplus maintain its historical values (average of the last ten years), during the horizon of projection. However, the relative high level of the public debt made Costa Rica particularly vulnerable to adverse shocks, so an approval of the fiscal package is needed to strengthen the public finances and to reduce the unsustainability risks of the public debt dynamics.

**Key words:** Public debt, Fiscal policy.

**JEL codes:** C6, E6, H6.

---

† Department of Economic Research. Email address. [rojasm@bccr.fi.cr](mailto:rojasm@bccr.fi.cr)

## TABLA DE CONTENIDO

I.	INTRODUCCIÓN .....	2
II.	MARCO DE REFERENCIA.....	4
III.	EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DURANTE EL PERÍODO 1984-2006.....	6
IV.	INDICADORES DEL RIESGO SOBERANO DE LA DEUDA PÚBLICA .....	14
V.	ANÁLISIS DE RIESGOS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA FISCAL .....	24
VI.	PRINCIPALES CONCLUSIONES.....	31
VII.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	33
	ANEXOS.....	37
	Anexo 1 .....	38
	Anexo 2.....	43
	Anexo 3.....	50

## **DEUDA Y LOS EFECTOS DE LA POLÍTICA FISCAL: Evaluación de vulnerabilidades para la economía costarricense**

### **I. INTRODUCCIÓN**

El propósito del presente documento es analizar la situación de la deuda pública costarricense, para tratar de identificar sus principales vulnerabilidades y los riesgos que enfrentaría de no aprobarse en el corto plazo, una reforma tributaria que le permita a las autoridades fiscales mejorar de manera permanente su recaudación de ingresos y con ello aumentar los niveles relativos de ahorro primario<sup>2</sup>. Este tema cobra especial importancia en la coyuntura actual, en que el Banco Central viene evaluando y poniendo en práctica una serie de medidas con el propósito de cambiar, en el mediano plazo, el régimen actual de política monetaria por uno enfocado en Metas de Inflación (MI), para tener un mejor control sobre los medios de pago para el logro de una mayor estabilidad del colón y bajar la tasa de inflación.

Bajo este contexto, el análisis del impacto de la política fiscal debería abordarse desde una perspectiva que implique explorar los canales a través los cuales los desequilibrios fiscales afectan la efectividad de las acciones de política del banco central, en general. Para ello, interesa conocer los riesgos y consecuencias a los que se han visto expuestas otras economías emergentes, en un contexto de elevados niveles de deuda pública y déficit fiscales recurrentes.

Según la literatura empírica, para abordar este tema lo más conveniente es realizar un análisis de sostenibilidad fiscal y evaluar que tan vulnerable es la situación fiscal actual ante choques internos y externos. Investigaciones del FMI (IMF, 2002; IMF, 2003; IMF, 2005), se han enfocado en el análisis de la dinámica de la deuda, dejando abierta la interrogante de cuál es el nivel apropiado para estabilizar la razón de deuda a PIB<sup>3</sup>. Se menciona, que es difícil calificar cuando un nivel de deuda es “alto” o “bajo”, debido a que se han dado casos en que países con bajos niveles de deuda enfrentaron problemas para atender el servicio de sus obligaciones (crisis de deuda<sup>4</sup>), mientras que otros han sido capaces de sostener elevados niveles de endeudamiento. Por tanto, a pesar de que en

---

<sup>2</sup> Ahorro primario definido como la diferencia entre los ingresos y gastos totales, excluyendo el pago neto de intereses. De hecho, tanto el Fondo Monetario Internacional (IMF Staff Report for the 2006 Article IV Consultation. IMF Country Report No. 06/416. October 12, 2006. and Hendrick, Oscar. Public Debt Sustainability. IMF Background Note V. March, 2006) como el Banco Mundial (World Bank. Costa Rica: Country Economic Memorandum: The Challenges for Sustained Growth. Report No. 36180-CR. September 20, 2006), publicaron estudios en los que, entre otras cosas, sugieren la necesidad de aprobar reformas fiscales que permitan generar niveles de superávit primario equivalentes a 2,5% del PIB, para garantizar la sostenibilidad de la deuda pública costarricense. Sin embargo, tal como se demuestra en un informe técnico del Departamento de Investigaciones Económicas (Rojas, 2007), antes de inferir resultados a partir de los modelos de sostenibilidad fiscal es muy importante tener claros los supuestos sobre las variables involucradas en tales ejercicios.

<sup>3</sup> Uno de los mensajes clave de un documento reciente del BID (Boreinztzin y otros, 2007), “es que la composición de la deuda es tan importante (o incluso más) que los niveles de deuda. De hecho, hay elementos de juicio que indican que los niveles de deuda no son factores determinantes decisivos de la percepción del riesgo de incumplimiento, según la medición, por ejemplo, de la calificación asignada por las agencias internacionales de calificación de riesgo crediticio a los países.”

<sup>4</sup> En IMF, 2002, se define “crisis de deuda” al evento en que hay atrasos del servicio de intereses y principal de la deuda hacia sus tenedores o, cuando el país reestructura su deuda comercial.

algunos documentos se han establecido umbrales de deuda para un conjunto de países (como el caso de la Iniciativa HIPC<sup>5</sup>); a la hora de evaluar si un país está excediendo un nivel prudente de deuda, deberán tomarse en cuenta también otros factores específicos de cada país, así como elementos de juicio de parte de quienes realizan el análisis.

Además, dado que en la mayor parte de documentos donde se han establecido umbrales de deuda sostenibles, estos se han realizado para el caso de la deuda externa y, en vista de que el interés es evaluar el comportamiento de la deuda pública total; en este estudio se presenta un ejercicio en el cual se evalúan las vulnerabilidades de la situación de deuda del gobierno central aplicando la metodología propuesta por el FMI (2002, 2003 y 2005).

A partir de los resultados obtenidos en esta investigación se podría inferir que, en la coyuntura actual; los desequilibrios fiscales de nuestro país no tendrían las consecuencias que generaron en otros países, que decidieron migrar hacia regímenes monetarios de Metas de Inflación, en los cuales coexiste una mayor flexibilidad cambiaria, entre otros. En efecto, a partir de los ejercicios de simulación realizados con el Modelo de Sostenibilidad Fiscal del Banco Central (Rojas y Sáenz, 2003), se podría inferir que la dinámica de la deuda pública costarricense es sostenible, aún cuando los supuestos de las variables involucradas en el ejercicio toman los valores promedio históricos de los últimos 10 años (escenario base). No obstante, debido a que el nivel relativo de la razón de deuda a PIB es alto, su situación es vulnerable al impacto de choques adversos en las variables exógenas que escapan al dominio de las autoridades fiscales (crecimiento real, tasa de interés externa, premio por riesgo soberano y devaluación), por lo que es necesario la aprobación de reformas fiscales que permitan generar de manera permanente mayores ingresos y por tanto, un superávit primario superior a los niveles históricos, con lo cual se fortalecería a posición de las finanzas públicas y se reduciría el riesgo de insostenibilidad de la deuda.

El resto del documento se encuentra organizado de la siguiente manera. En la sección II se presenta una breve revisión bibliográfica en torno a los regímenes monetarios de Metas de Inflación y se comenta la experiencia de algunos países emergentes que migraron hacia este tipo de esquema, bajo un contexto de elevados niveles de deuda. En la sección III se presenta un análisis de la evolución de la deuda pública costarricense durante el lapso 1984 a 2006, destacando algunos hechos estilizados de la deuda del gobierno central, en particular; en la IV sección se analiza el comportamiento de las mediciones de riesgo soberano e indicadores de intolerancia de la deuda externa; en la V sección se analiza la sostenibilidad de la deuda pública y se realiza un análisis de “stress” sobre la dinámica de la razón de deuda ante choques de variables tales como: superávit primario, crecimiento real del PIB, tasa de interés real y el premio por riesgo soberano, aplicando la metodología sugerida por el FMI (2002, 2003 y 2005) y, en la última parte se presentan las conclusiones.

---

<sup>5</sup> Esta iniciativa fue impulsada por FMI para ayudar a los países pobres altamente endeudados (Heavily Indebted Poor Countries - HIPC), a reducir sus deudas a niveles más sostenibles.

## II. MARCO DE REFERENCIA

En la literatura empírica sobre la experiencia internacional de los países que han migrado hacia regímenes monetarios de Metas de Inflación (MI) (Debelle y otros, 1998; Schaechter y otros, 2000), se establecen como prerequisites al menos dos cosas. En primer lugar, se requiere que el banco central tenga como objetivo único el control de la inflación, para que su política monetaria no este subordinada al logro de otras metas, como por ejemplo, controlar el tipo de cambio. Dada la apertura de la cuenta de capitales, en la medida en que el banco central intervenga cada vez menos en el mercado cambiario, podrá contar con mayores grados de libertad para utilizar sus instrumentos de política monetaria con el objetivo de reducir y estabilizar la tasa de inflación.

En segundo lugar, el banco central debe ser capaz de conducir su política monetaria con algún grado de independencia. Para ello se requiere que no exista “*Dominancia Fiscal*” (DF), es decir que la posibilidad de que el gobierno obtenga financiamiento (señoreaje) del banco central sea mínima o nula y, que el mercado financiero doméstico sea suficientemente profundo para absorber colocaciones de deuda pública. En caso contrario, las presiones inflacionarias de origen fiscal podrían vulnerar la efectividad de la política monetaria, obligando al banco central a acomodarse a las demandas del gobierno y, manejar las tasas de interés para el logro de objetivos fiscales.

El tema de la “*Dominancia Fiscal*” (DM) fue introducido por primera vez por Sargent y Wallace (1981), quienes lo describen como un caso en el cual las autoridades fiscales determinan el financiamiento de un nivel dado de déficit fiscal a través de la venta de bonos y señoreaje y, la autoridad monetaria pierde su habilidad para controlar la inflación cada vez que la tasa de interés real excede la tasa de crecimiento de la economía. En efecto, si los elevados niveles de déficit y deuda presionan al alza el nivel de las tasas reales de interés por encima de la tasa de crecimiento real, las acciones monetarias tendientes a reducir la inflación podrían incrementar la razón de deuda a PIB, en la medida que el financiamiento por bonos reemplace el financiamiento monetario. Esto a su vez incrementará el servicio de intereses y el déficit futuro. Eventualmente, el financiamiento del déficit fiscal requerirá un mayor crecimiento monetario, que a su vez generará mayores tasas de inflación en el futuro<sup>6</sup>.

Aparte de DM, en la literatura (Baig y otros, 2006; Kwon y otros, 2006) se menciona que la política fiscal también puede afectar la tasa de inflación a través de su efecto en la riqueza real de los hogares y en la demanda agregada. Al respecto, los modelos recientes de la “*Teoría Fiscal del Nivel de Precios (TFNP)*” (Woodford, 1998), sugieren que el banco central puede perder el control de la inflación, aun cuando exista independencia de la autoridad monetaria y no financie al gobierno con señoreaje<sup>7</sup>. En estos modelos, el

---

<sup>6</sup> En estos casos, menores niveles de la razón de deuda a PIB podrían restablecer la eficacia de la política monetaria para controlar la inflación.

<sup>7</sup> La teoría fiscal del nivel de precios ve la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno como una condición de equilibrio y supone que, si los superávit futuros se determinan de manera exógena, el nivel de precios es la única variable que puede hacer consistente el saldo de deuda nominal heredado del pasado con el valor presente de tales superávit primarios. Es así como concluyen que la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno es la que determina el nivel de precios.



nivel de precios es la única variable que puede balancear la restricción presupuestaria intertemporal del gobierno. Para explicar el mecanismo de transmisión implícito en estos modelos, el autor utiliza el siguiente ejemplo: el gobierno introduce un recorte de impuestos que reduce el valor presente descontado de la suma de superávits primarios futuros e incrementa la riqueza real de los hogares, lo cual les permite presionar la demanda agregada y el nivel de precios. Como consecuencia el valor real de la deuda del gobierno se reduce, para restablecer el balance de la restricción presupuestaria intertemporal<sup>8</sup>.

Por otra parte, la política fiscal afecta otras variables monetarias como el premio soberano, las tasas de interés y el tipo de cambio. El mecanismo de transmisión del impacto de la política fiscal sobre el premio por riesgo y, por ende, sobre el comportamiento del tipo de cambio<sup>9</sup>; según la experiencia de algunas economías que experimentaron crisis financieras (reversiones de flujos de capital) y/o reversiones en sus procesos de flexibilización cambiaria; es el siguiente:

En los países en que la razón de deuda pública a PIB es alto y es principalmente, de corto plazo, los aumentos de la tasa de interés orientados a reducir la tasa de inflación hacia la meta del banco central; tienden a incrementar el costo de la deuda, el nivel de la deuda, la probabilidad de insostenibilidad y crisis de la deuda y por tanto, la percepción de riesgo soberano, provocando una salida de capitales (sudden-stop) y una depreciación real del tipo de cambio.

Si una elevada proporción la deuda pública esta denominada o indexada a la moneda extranjera, la depreciación real implicará un incremento adicional en el valor de la deuda. A su vez, la depreciación real afectará las expectativas de inflación y eventualmente, el nivel observado de la inflación, por el efecto del pass-through. Ante este resultado, si el banco central decidiera aumentar nuevamente sus tasas de interés para reducir la inflación, tendrá el mismo ciclo de aumento en el costo de la deuda y demás consecuencias, sin lograr al final su objetivo de alcanzar su meta de inflación.

En la literatura, a este ambiente se le denomina “*Régimen de Dominancia Fiscal*”, aun cuando no exista financiamiento por señoreaje; debido a que el premio soberano, las tasas de interés, el tipo de cambio y por ende, la inflación

---

<sup>8</sup> Sin embargo, esta teoría ha sido criticada por varios grupos de teóricos que han encontrado evidencia empírica mixta en los países industrializados. Para las economías emergentes (Zoli, 2005) la única evidencia consistente con la TFNP fue realizada para el caso de Brasil (Loyo, 2000), donde se concluye que a mediados de los ochenta, la política monetaria contractiva, acompañada de política fiscal laxa y sin financiamiento por la vía del señoreaje; terminó generando hiperinflación.

<sup>9</sup> La literatura empírica sobre el impacto de la política fiscal en el comportamiento del tipo de cambio (Baig y otros, 2006 y Zoli, 2005) para las economías emergentes, se ha enfocado principalmente en analizar el impacto de la política fiscal sobre la vulnerabilidad de los países a crisis financieras. La evidencia sugiere que la existencia de elevados déficit fiscales y percepciones de insostenibilidad de la deuda pública hacen las economías más vulnerables a este tipo de crisis, como fue el caso de países como México (1995), Argentina (2001) y Brasil (2002) (Blanchard, 2004; IMF, 2003; de Bolle y otros, 2006). Por otra parte, para el caso de los países desarrollados la evidencia sobre el impacto de la política fiscal sobre el tipo de cambio es mixta. En algunos estudios se han encontrado relaciones positivas y significativas entre políticas fiscales expansivas y el tipo de cambio; mientras que en otros no se ha encontrado ninguna relación significativa.

están altamente afectadas por la política fiscal. Por tanto, la única forma para reducir la inflación es a través de un ajuste fiscal substancial para reducir los niveles de deuda y la probabilidad de crisis de deuda (menor premio soberano).

Sobre este particular, existe evidencia para países como México (Ramos y otro, 2005), Brasil (Blanchard, 2004; Zoli; 2005; Baig y otros, 2006) y Argentina (de Bolle y otros, 2006), que sugiere que la probabilidad de las crisis financieras es mayor en los casos en que existen elevados niveles de deuda pública, deuda indexada o denominada en moneda extranjera y una elevada proporción de la deuda de corto plazo. En estos países, las acciones de política monetaria tendientes a reducir la inflación mediante el incremento de las tasas de interés, estuvieron asociadas a incrementos en la probabilidad de insostenibilidad de la deuda pública (mayores premios por riesgo) haciéndola menos atractiva y al final, terminaron con depreciaciones reales que generaron mayores presiones sobre la tasa de inflación. Se concluye que en situaciones de este tipo es la política fiscal y no la monetaria, el instrumento adecuado para reducir la inflación.

En contraste, la literatura empírica (IMF, 2004), de los países que entre otras reformas, flexibilizaron gradualmente sus regímenes cambiarios y lograron reducir las expectativas de inflación (Chile, Hungría, Israel y Polonia), el éxito estuvo asociado a la disciplina y compromisos fiscales, para generar superávit primarios y reducir los niveles de deuda y, políticas de ingresos. Por el contrario, en países como Venezuela (2002), Egipto (2003) y Rusia (1993), en los cuales se dieron reversiones en sus intentos para flexibilizar sus políticas cambiarias, aparecen entre otros factores determinantes la indisciplina fiscal, políticas fiscales laxas, mercados financieros domésticos poco desarrollados y elevados niveles de deuda pública.

### **III. EVOLUCIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA DURANTE EL PERÍODO 1984-2006**

En términos generales, la evolución de la deuda pública a través del tiempo refleja no solo el impacto de las necesidades de financiamiento del déficit financiero del Sector Público Global<sup>10</sup>, sino también de los cambios en la composición de activos y pasivos financieros del sector público.

Como se verá a continuación, tanto la deuda pública consolidada (DC\_PIB)<sup>11</sup> como la neta de reservas monetarias internacionales (DCN\_PIB), como porcentaje del PIB, alcanzaron en el año 2006 los niveles relativos más bajos desde el año 1984. En efecto (ver gráfico 1), la razón de la deuda pública consolidada, en términos del PIB, experimentó una importante reducción (de 95% a 55%) entre los años 1984 y 1993, básicamente, como resultado de los procesos de reestructuración y renegociación de la

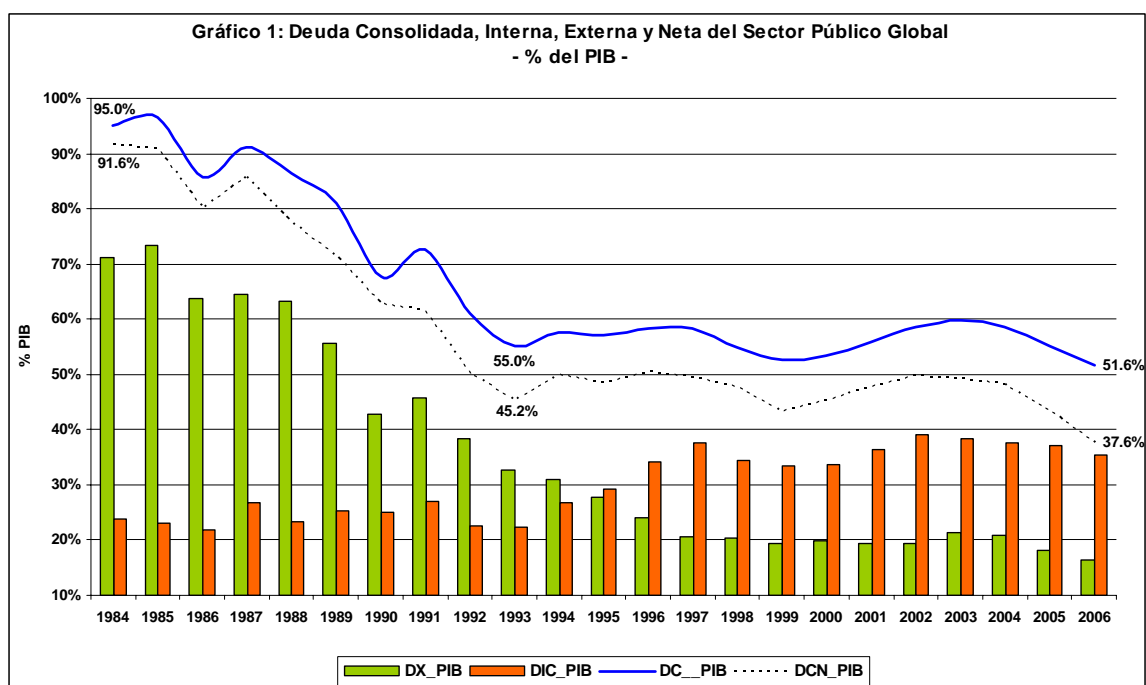
---

<sup>10</sup> Constituido por el Gobierno Central, Banco Central de Costa Rica y una muestra (14) de instituciones y empresas del Sector Público no Financiero.

<sup>11</sup> El saldo de deuda pública comprende la deuda pública externa y las emisiones de deuda interna bonificada por parte del Gobierno Central, Banco Central de Costa Rica y resto de Sector Público no Financiero. La consolidación solo descuenta los títulos del Gobierno Central en poder del Banco Central.

deuda pública externa (DX\_PIB). Igualmente, la deuda neta de reservas internacionales (DCN\_PIB) se redujo de 91,6% a 45,2%, durante este lapso

A partir de 1994 y hasta 1997, esta razón aumenta debido en buena parte al mayor déficit financiero del Sector Público<sup>12</sup>, y al bajo crecimiento en la producción. A partir de 1998 y hasta 2000 se produce una nueva reducción en la deuda, producto de un mayor crecimiento económico. Esta tendencia se revierte casi por completo en el período 2001-2003, debido al aumento del déficit financiero. Finalmente, a partir del año 2004 las autoridades fiscales han mantenido su compromiso de generar mayores niveles de superávit primario<sup>13</sup> para reducir sus necesidades de financiamiento y con ello la razón de deuda pública alcanzó el nivel más bajo observado durante el lapso analizado (51,6%), lo mismo que la deuda neta que alcanzó a representar 37,6% del PIB.



En particular, destaca como la deuda pública externa (DX\_PIB) ha venido perdiendo importancia relativa, de forma tal que en 2005 alcanzó a representar un 16,3% del PIB. Este último nivel, está muy por debajo de los umbrales de deuda externa de bajo riesgo, que se han determinado en algunos estudios<sup>14</sup>.

<sup>12</sup> A finales de 1994, se dio la quiebra del Banco Anglo Costarricense, cuyo costo fue asumido por el Gobierno Central.

<sup>13</sup> Superávit primario definido como el total de ingresos menos los gastos, excluido el pago neto de intereses.

<sup>14</sup> En IMF (2003), se establece un umbral de deuda pública externa o total de 40% del PIB, con una probabilidad del 80% de que no existen problemas de insostenibilidad. Por otra parte, en Reinhart y otros (2003), se determina un nivel de deuda externa de bajo riesgo equivalente a 35% del Ingreso Nacional Bruto. En otro documento (Manasse y otros, 2003) se determina que existe una elevada probabilidad de una crisis de deuda soberana, cuando el nivel de deuda pública externa sobrepasa el umbral de 50% del PIB.

Para tratar de entender el comportamiento de la evolución dinámica de la deuda pública durante el lapso 1997 a 2006<sup>15</sup>, utilizaremos los datos del siguiente cuadro 1 y una ecuación que explica la evolución dinámica de la deuda (Borensztein y otros, 2007; Geithner, 2002), sin considerar el comportamiento de otros activos y pasivos financieros:

**Cuadro 1:**  
**Determinantes de la evolución de la razón de deuda pública a PIB**  
**- % del PIB -**

	Promedio 97-99	2000	2001	2002	2003	Promedio 00-03	2004	2005	2006	Promedio 04-06
Superávit primario	1.4%	0.6%	1.3%	-0.6%	0.6%	0.5%	1.0%	2.3%	3.2%	2.2%
Señoreaje	1.1%	0.4%	-0.2%	0.4%	1.0%	0.4%	0.8%	1.4%	1.4%	1.2%
Tasa de interés real implícita	7.0%	10.5%	6.1%	6.9%	8.5%	8.0%	4.6%	5.1%	5.3%	5.0%
Tasa de crecimiento del producto	7.4%	1.8%	1.1%	2.9%	6.4%	3.0%	4.1%	5.9%	7.9%	6.0%

En la literatura empírica<sup>16</sup> se menciona, que el punto de partida de los métodos estándar o tradicionales para evaluar la sostenibilidad fiscal, es la restricción presupuestaria del gobierno, para el periodo corriente; la cual establece que la porción de los pagos contractuales del servicio de la deuda que no se cubre con superávit primario se financia con nueva deuda. En el largo plazo, para que la deuda sea sostenible, el gobierno debe cumplir la siguiente condición:

$$sp_t = (r_t - g_t)d_{t-1} \quad (1.1)$$

donde :

$sp$  : Superávit primario / PIB

$r$  : Tasa de interés real

$g$  : Tasa de crecimiento real del PIB

$d$  : Razón deuda pública / PIB

La interpretación intuitiva de la condición (1.1) sugiere que el nivel sostenible de la razón deuda a PIB es aquel en el que el superávit primario es suficiente para cubrir el costo efectivo de su servicio de intereses.

Para efectos de analizar la dinámica de la razón de deuda del Sector Público Global (SPG) a PIB, utilizamos la siguiente ecuación:

$$d_t^* = -(sp_t + s_t) + (r - g)d_{t-1} \quad (1.2)$$

<sup>15</sup> Durante el lapso, 1997 a 2005, la razón de deuda pública consolidada fue en promedio de 55,9%, con una desviación estándar de 2.8%.

<sup>16</sup> Borensztein, Eduardo, Eduardo Levy Yeyaty and Ugo Panizza (2007). Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America (2007 Report). Inter-American Development Bank. David Rockefeller Center for Latin American Studies. Harvard University.

donde :

\*

*d* : Variación de la razón deuda SPG / PIB

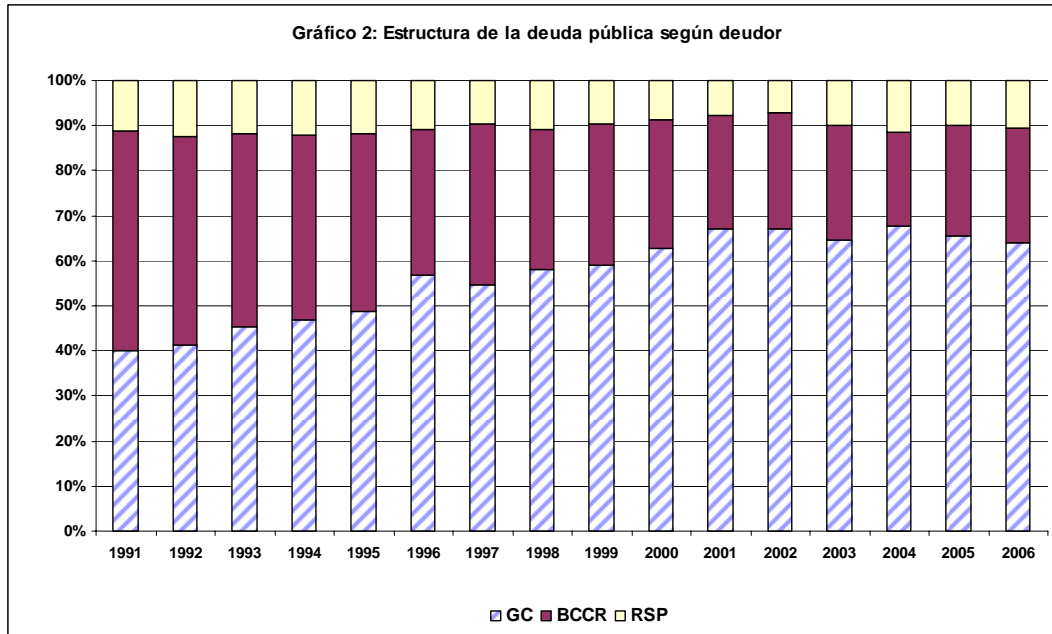
*s* : Señoreaje, definido como el cambio de la base monetaria / PIB

Según la ecuación (1.2) la razón de deuda pública tenderá a subir (bajar) cuando la tasa de interés real que paga el sector público por sus obligaciones es mayor (es menor) que la tasa de crecimiento real del PIB y / o, cuando los niveles relativos de superávit primario en términos del PIB son menores (mayores).

Tan solo con estos pocos indicadores podremos inferir lo vulnerable que es la situación de la deuda pública de nuestro país, ante cambios inesperados en la tasa real de interés y el crecimiento real de producto; si no existe un compromiso por parte de las autoridades fiscales para continuar generando superávit primarios.

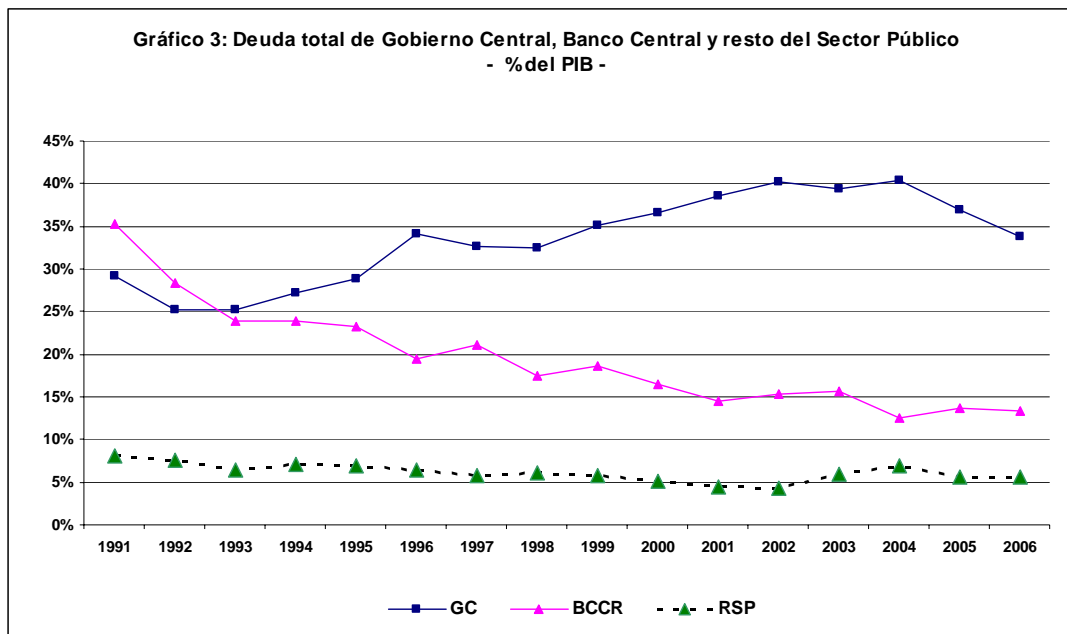
En efecto, según los datos de cuadro 1, el aumento de la razón deuda pública, para el promedio de 2000-2003 con respecto a 1997-1999, obedeció a menores niveles de superávit primario, señoreaje y crecimiento real y, a que la tasa real implícita fue superior en 100 puntos base (p.b.). Esta tendencia se revierte en los últimos dos años, 2004-2006, como resultado de los mayores niveles de superávit primario, señoreaje y crecimiento real y, a las menores tasas reales de interés (-300 p.b.), con respecto al promedio 2000-2003.

Por otra parte, al analizar la composición de la deuda pública total por deudor, según se muestra en el siguiente gráfico 2, observamos como la participación relativa de la deuda del gobierno (GC) se incrementó de un 40,2% del PIB en 1991 a más de un 64,1% en 2006, en tanto que la del resto se redujo, en especial la del banco central (de 48,6% a 25,3%).



En términos del PIB, en el siguiente gráfico 3, se muestra la evolución de las deudas del gobierno central (GC)<sup>17</sup>, banco central (BCCR) y resto del sector público (RSP).

<sup>17</sup> El Ministerio de Hacienda ha tomado medidas tendientes a potenciar un mecanismo de financiamiento de menor costo como la Caja Única, las operaciones directas de instituciones públicas financieras y la colocación al mercado, preferentemente en títulos de mediano plazo, tasa fija y moneda local. Con esto se espera lograr la gestión de fondeo de los recursos requeridos por el Estado al menor costo posible dentro de un nivel prudente de riesgo, bajo una senda de deuda sostenible, que permita además el desarrollo del mercado de capitales costarricense. Entre otros, ese Ministerio ha logrado mejorar el perfil de vencimientos, la construcción de la curva de rendimiento, la emisión de series de mayor liquidez, la disminución de la prima por riesgo de liquidez; además el establecimiento de valores “benchmark” en el mercado.

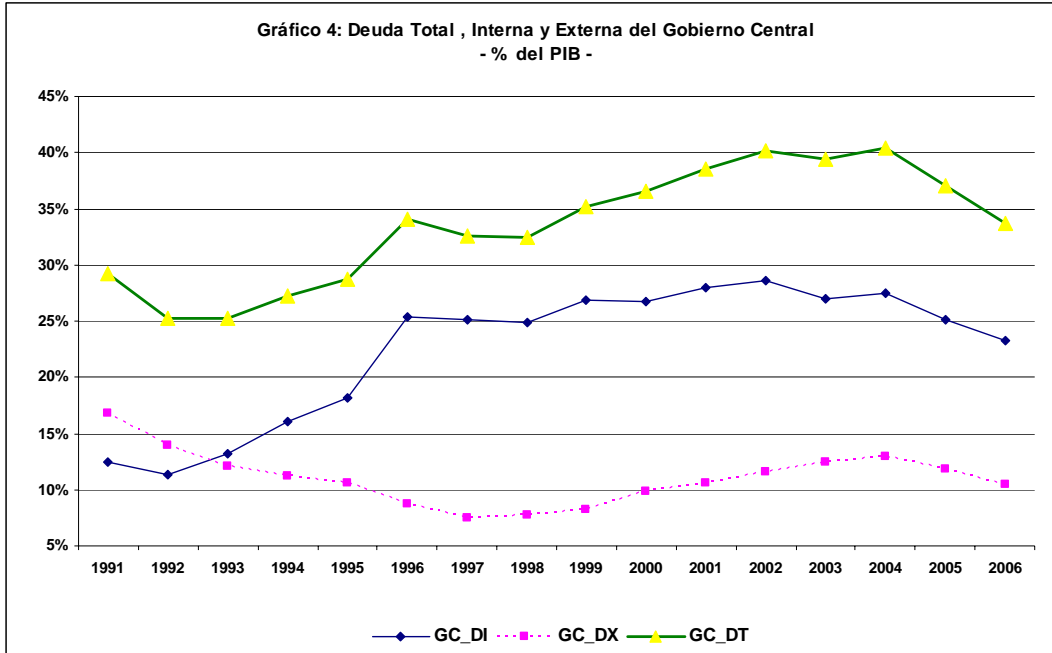


Según se infiere, el comportamiento de la deuda del sector público como un todo, ha estado asociado principalmente, al comportamiento creciente de la deuda del gobierno central la cual, en términos del PIB, pasó de representar 29,2% en 1991 a casi 34% 2006<sup>18</sup>. Por el contrario, para el mismo lapso, la deuda del banco central se redujo de 35,3% a 13,3 % y, la del resto del sector público de 8,2% a 5,6%. Como dato adicional, en los gráficos 4 y 5, se muestra la composición de la deuda interna y externa para el gobierno y banco central, para el lapso 1991 a 2006.

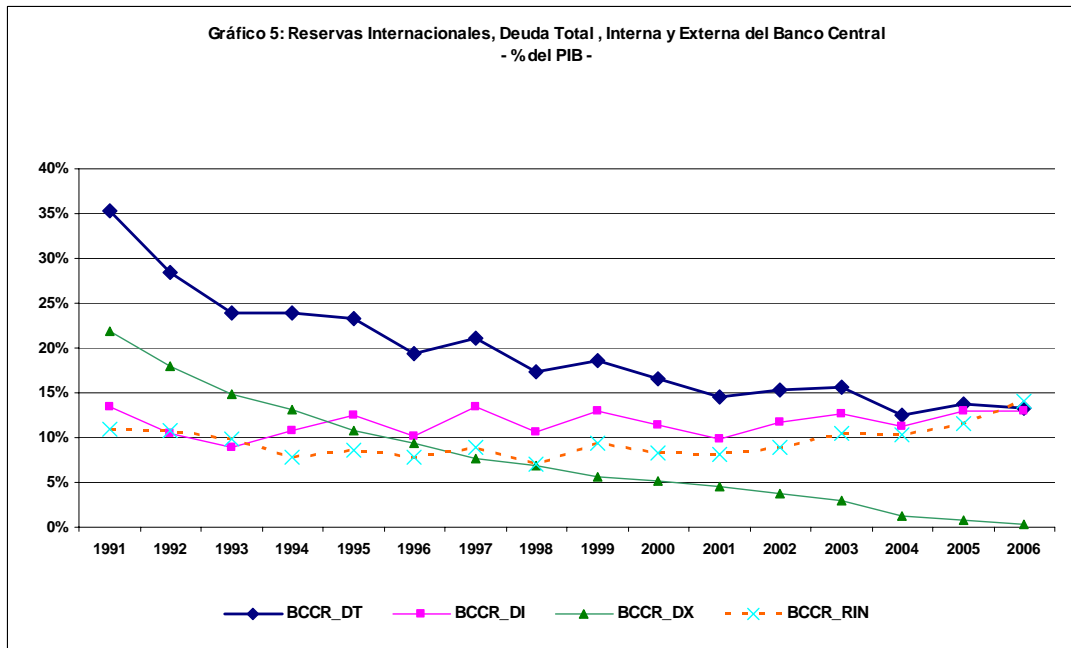
Según el gráfico 4, el gobierno ha atendido sus necesidades de financiamiento especialmente con recursos del mercado doméstico (DI)<sup>19</sup> y, es a partir de 1998, cuando recurre de nuevo al financiamiento externo (DX), mediante la colocación de bonos soberanos hasta por la suma de US\$ 1.450 millones.

<sup>18</sup> Sin embargo, este nivel de deuda ha estado por debajo de los ratios de deuda de Latinoamérica, Asia y economías avanzadas, incluidas en un estudio reciente del FMI (Jeanne y otros, 2006), en el cual establecen una nueva base de datos para la deuda del gobierno central de 19 economías emergentes, de 1980 a 2002.

<sup>19</sup> Este comportamiento es consistente con la evidencia empírica de otros países (Reinhart y otros, 2003; IMF, 2003; Jeanne y otros, 2006 y De Bolle y otros, 2006; Borensztein y otros, 2006), en los cuales la composición de la deuda pública se ha orientado más hacia la deuda interna, denominada en moneda nacional, tasa fija y largo plazo.



Por su parte, la baja en la razón de la deuda total (DT) del banco central (ver gráfico 5) responde, básicamente, a la reducción de sus obligaciones externas (DX); ya que su deuda interna (DI)<sup>20</sup> se ha mantenido relativamente estable alrededor de un 11,6% del PIB, en promedio y una desviación estándar de 1,4%.

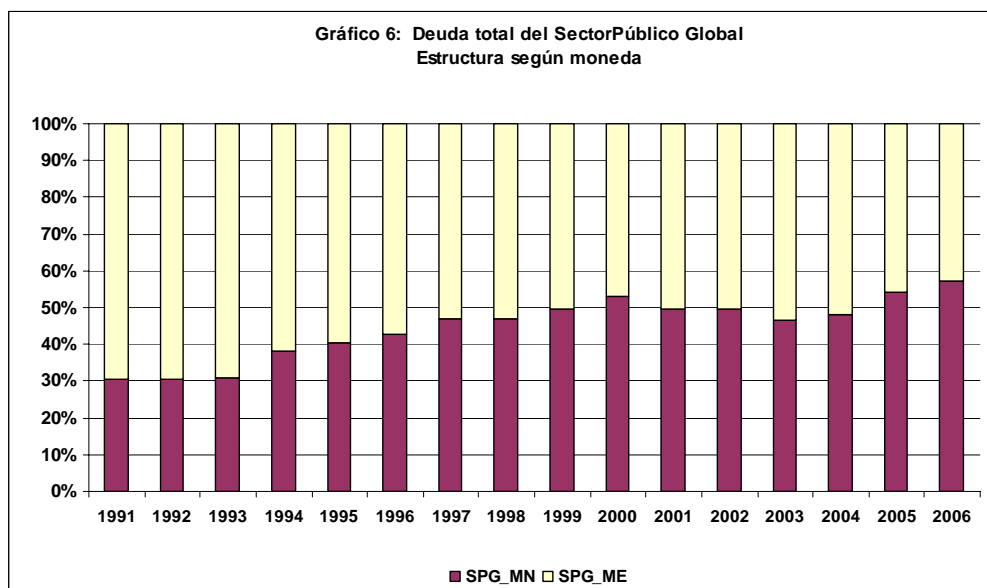


<sup>20</sup> Alcanza un máximo de 13,5% del PIB en 1997.



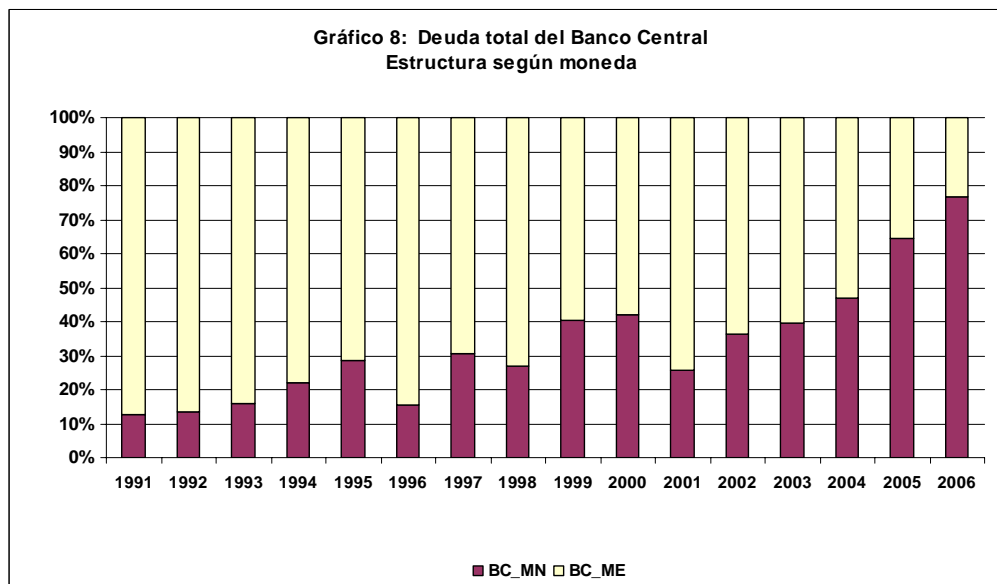
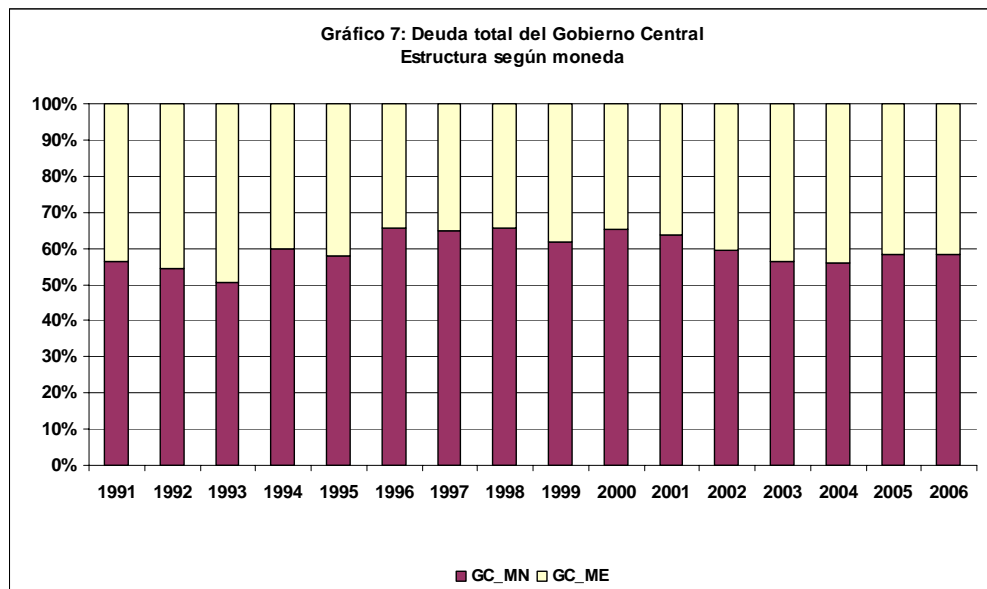
Destaca como el comportamiento de la deuda interna del banco central ha estado muy correlacionado con la evolución de la razón de reservas internacionales netas (R), lo cual está muy asociado a la defensa del régimen cambiario de minidevaluaciones (crawling peg). En efecto, un régimen de este tipo implica, sobre todo en un contexto de influjos de capital; monetizaciones constantes que han de ser esterilizadas para no provocar presiones monetarias sobre la inflación. Pero dicha esterilización tiene un costo financiero que se manifiesta en el déficit de la institución. Es decir existe un impulso que va del actual régimen cambiario al déficit fiscal. La introducción de mayor flexibilidad cambiaria, y con ello menor intervención (reducción del ciclo monetización-esterilización-déficit) del BCCR es una medida que tiene efectos fiscales positivos, en el sentido, de que se espera que como consecuencia de ello se reduzcan los desequilibrios fiscales, en general.

Finalmente, a pesar de que el peso relativo de la deuda pública externa se ha venido reduciendo, aun existe un porcentaje importante de la deuda total denominada en moneda extranjera (ME)<sup>21</sup>, según se muestra en los siguientes gráficos 6, 7 y 8:



Según esta información, al 2006 el 43% de las obligaciones del Sector Público Global están denominadas en moneda extranjera. De cara a la experiencia de otras economías emergentes, lo más recomendable sería que el Gobierno en particular continúe sus esfuerzos por aumentar la proporción de deuda bonificada denominada en moneda nacional, para reducir su exposición al riesgo cambiario.

<sup>21</sup> La literatura empírica (Manasse, 2003) sugiere que entre los factores macro que explican las crisis de deuda de algunos países, están los altos niveles de deuda externa y/o altos niveles de deuda pública denominada en moneda extranjera, con respecto a alguna medida de capacidad de pago como el PIB. Con respecto a la situación costarricense, cabe anotar que la importancia relativa de las obligaciones en moneda extranjera se redujo de 75% a 46%, entre 1991 y 2005.



#### IV. INDICADORES DEL RIESGO SOBERANO DE LA DEUDA PÚBLICA

##### 1. Mediciones de riesgo soberano de Moodys, Standard & Poor's y Fitch

Como se indicó en la sección II, en la literatura empírica donde se analiza el efecto de la política fiscal sobre los movimientos del tipo de cambio y otras variables monetarias, el tema no se ha abordado de manera directa sino que se ha enfocado principalmente a través del análisis el impacto de la política fiscal sobre la vulnerabilidad de los países a enfrentar crisis financieras (Baig y otros, 2006). La evidencia sugiere que la presencia de elevados déficit fiscales o las percepciones del mercado de una falta de sostenibilidad de

la deuda pública hacen las economías más vulnerables a crisis financieras (Kopits, 2000; Hemming y otros, 2003) Por tanto, es importante analizar el comportamiento que ha tenido la medición del riesgo soberano de la deuda pública costarricense, según las diferentes empresas encargadas de realizar tal calificación; así como otros indicadores de intolerancia de deuda (Reinhart y otros, 2003). Para ello se utilizan los registros del sistema Bloomberg, que se muestran en el cuadro 2 adjunto<sup>22</sup>.

Cuadro 2:  
Riesgo Soberano de la Deuda Pública Costarricense 1/

Antes de entrar en detalles de interpretación de estas calificaciones<sup>23</sup>, es interesante notar que el panorama es *estable*, según la percepción de Moody's, Standard & Poor's y Fitch y, que estas calificaciones se han mantenido desde que se inicio este proceso en 1996. Es decir, a pesar de que el gobierno comenzó a vender bonos soberanos en los mercados internacionales a partir de 1998 y con ello la deuda pública externa mostró un leve repunte, la percepción del riesgo soberano no se ha visto afectada sino que más bien ha mejorado<sup>24</sup>.

	MOODY'S	STANDARD & POOR'S	FITCH
1. Panorama	STABLE (27/jun/06)	STABLE (10/jun/05)	STABLE (04/oct/06)
2. Country Ceilings for Foreign Currency Long Term Bank Deposits	Ba2 (08/may/97)		
3. Country Ceilings for Foreign Currency Long Term Bonds and Notes	Baa3 (24/may/06) <i>Ba1</i> (08/may/97)		
4. Country Ceilings for Foreign Currency Short Term Bank Deposits	NP (08/may/97)		
5. Country Ceilings for Foreign Currency Short Term Bonds and Notes	P-3 (24/may/06) <i>NP</i> (08/may/97)		
6. Rating en divisa local	Ba1 (30/nov/01)		
7. Rating en divisa extranjera	Ba1 (27/nov/01)		
8. Long Term Foreign Currency Government Bonds	Ba1 (08/may/97)	BB (16/jul/97)	BB (19/may/00)
9. Long Term Domestic Currency Government Bonds	Ba1 (02/oct/98)	BB+ (16/jul/97)	
10. Deuda Corto Plazo moneda extranjera		B (16/jul/97)	
11. Deuda Corto Plazo moneda local		B (16/jul/97)	
12. Quiebra emisor Moneda Extranjera Largo Plazo			BB (19/may/00)
13. Quiebra emisor Moneda Local Largo Plazo			BB+ (19/may/00)
14. Rating de emisor Corto Plazo			B (11/may/98)

Fuente: Sistema Bloomberg al 20/oct/06.

1/ Entre paréntesis se encuentra la fecha en que se realizó la calificación vigente y en letra cursiva están las calificaciones anteriores.

<sup>22</sup> Estas calificaciones se empezaron a realizar en 1996, como paso previo a la colocación de bonos deuda externa que inicio el Gobierno de Costa Rica a partir de 1998.

<sup>23</sup> En los anexos 1 y 2 se encuentra un mayor detalle de la interpretación de los ratings para Moody's y Standard & Poor's (S&P). Fitch sigue una clasificación similar a la de S&P.

<sup>24</sup> La relativa disciplina que ha mostrado la situación fiscal en los últimos dos años, influyó en que la empresa calificador de riesgo FITCH (La Nación, 2006) mejorara la calificación de la deuda soberana de BB a BB+.

La definición de estas calificaciones varía de una empresa a otra (ver mayor detalle en anexos 1 y 2). En efecto, tanto Moody's<sup>25</sup> como Standard & Poor's utilizan nueve símbolos para calificar el riesgo soberano, que van del menor riesgo al mayor riesgo, según se muestra a continuación en el cuadro 3:

**Cuadro 3:**  
**Definición de los Sovereign Credit Ratings**

Moody's		Standard & Poor's	
<b>Aaa</b>	Obligaciones de alta calidad con el mínimo riesgo.	<b>AAA</b>	Gobiernos soberanos con la mayor calificación de S&P's, que cuentan por lo general con instituciones políticas sólidas, con sistemas políticos adaptables, apertura comercial y financiera y estabilidad macroeconómica, entre otros.
<b>Aa</b>	Obligaciones de alta calidad y están sujetas a un nivel bajo de riesgo.	<b>AA</b>	Gobiernos soberanos con capacidad de servicio de deuda en tiempo y forma sumamente sólida, y sus características son similares a las de los gobiernos calificados 'AAA', estribando las diferencias sólo en una cuestión de grado, entre otros.
<b>A</b>	Obligaciones con un grado medio-alto de calidad y están sujetas a un nivel bajo de riesgo.	<b>A</b>	Gobiernos soberanos con calificaciones que tienden a verse limitadas por vulnerabilidades asociadas con la etapa de desarrollo de dicho gobierno, una base económica estrecha, necesidad de reestructuración, y/o situación política, entre otros.
<b>Baa</b>	Obligaciones con un nivel de riesgo moderado. Se consideran de grado medio y poseen ciertas características especulativas	<b>BBB</b>	Gobiernos soberanos más inmersos en reformas y liberalización económica, con niveles de PIB per cápita bajos, elevada deuda (corto plazo, indexada y moneda extranjera), mercado de capitales menos desarrollados y sector financiero con supervisión defectuosa, entre otros.
<b>Ba</b>	Obligaciones con elementos especulativos y están sujetas a un nivel sustancial de riesgo.	<b>BB</b>	Rango más alto en lo que suele denominarse la categoría de grado especulativo, con riesgo político alto que puede afectar la política económica, el ingreso es de bajo a moderado, el banco central adopta políticas monetarias y cambiarias sustentables y la deuda y el servicio de deuda son por lo general elevados y variables, entre otros.
<b>B</b>	Obligaciones consideradas especulativas y están sujetas a un nivel alto de riesgo.	<b>B</b>	Gobiernos soberanos con factores políticos que tienden a ser una fuente de incertidumbre cuando el entorno económico se deteriora. Al no existir controles de capital, la deuda no oficial suele ser de CP y denominada en ME, el servicio de la deuda en tiempo es vulnerable a shocks externos, los ingresos son bajos a moderados, y los déficit fiscales, el nivel de inflación y deuda externa tienden a ser elevados, entre otros.
<b>Caa</b>	Obligaciones con calidad pobre y un nivel muy alto de riesgo.	<b>CCC</b>	Gobiernos soberanos con peligro de incumplimiento de pago, inestabilidad económica y política, con proceso de reestructuración de deuda, la inflación es creciente, la moneda débil y, el servicio de deuda de CP con riesgo, entre otros.
<b>Ca</b>	Obligaciones altamente especulativas, que pueden estar muy cerca de la quiebra (default) y alguna probabilidad de recuperar el principal e intereses.	<b>CC</b>	Gobiernos soberanos con características similares a "CCC", con peligro de incumplimiento de pago, inestabilidad económica y política, con proceso de reestructuración de deuda, la inflación es creciente, la moneda débil y, el servicio de deuda de CP con riesgo, entre otros.
<b>C</b>	Obligaciones de la peor clase, que están en quiebra (default) y muy poca probabilidad de recuperar el principal e intereses.	<b>SD</b>	Gobiernos soberanos con "Incumplimiento Selectivo", son los que ya han dejado de pagar su deuda o tienen una oferta de canje forzoso con bancos comerciales o tenedores de bonos.

Fuente: Moody's Investor Service y Standard & Poor's.com.

Según la información del cuadro 2 (numerales 8 y 9), se puede inferir que actualmente la deuda soberana de Costa Rica de largo plazo, tanto en moneda nacional como extranjera; se encuentra en el nivel medio alto tanto de la escala de Moody's (**Ba1**) como de la de Standard & Poor's (**BB en ME y BB+ en MN**), con un panorama estable de no cambio en ambos casos.

<sup>25</sup> Moody's utiliza modificadores (1, 2 y 3) para las categorías genéricas de Aa a Caa. El 1 indica alto nivel, el 2 rango medio y 3 rango inferior. Además, Moody's utiliza otra simbología para calificar el riesgo de las obligaciones de corto plazo: **P-1**: Emisores con la máxima capacidad de repagar sus obligaciones de deuda de corto plazo; **P-2**: Emisores con gran capacidad de repagar sus obligaciones de deuda de corto plazo; **P-3**: Emisores con capacidad aceptable de repagar sus obligaciones de deuda de corto plazo y, NP: no califica en ninguna clasificación.

Ahora bien, para tener una mejor idea, de cómo esta la percepción de riesgo soberano de nuestro país con respecto al resto de países emergentes, a continuación se muestra en los cuadros 4<sup>26</sup> y 5<sup>27</sup>, las calificaciones de riesgo de la deuda del gobierno (moneda nacional y extranjera), realizadas por Moody's y Standard & Poor's para un conjunto de países.

**Cuadro 4:**  
**Calificaciones de Riesgo Soberano de Moody's <sup>1/</sup>**

País	Bonos de Gobierno		
	Moneda Extranjera	Moneda Nacional	Panorama
Argentina	B3	B3	STA
Bolivia	B3	B3	STA
Brasil	Ba2	Ba3	STA
Chile	A2	A1	STA
Colombia	Ba2	Baa3	STA
<b>Costa Rica</b>	<b>Ba1</b>	<b>Ba1</b>	<b>STA</b>
República Dominicana	B3	B3	RUR+
Ecuador	Caa1	B3	STA
El Salvador	Baa3	Baa2	STA
Guatemala	Ba2	Ba1	STA
Honduras	B2	B2	STA
Israel	A2	A2	POS
México	Baa1	Baa1	STA
Nicaragua	Caa1	B3	STA
Panamá	B2	B2	POS
Paraguay	Caa1	Caa1	STA
Perú	Ba3	Baa3	STA
Turquía	Ba3	Ba3	STA
Uruguay	B3	B3	RUR+
Venezuela	B2	B1	STA

Fuente: Moody's Investor Service. Global Credit Research

<sup>1/</sup> Resumen de calificaciones al 18 de octubre de 2006. STA: Estable, RUR: en revisión para actualizar, POS: Positivo

Venezuela; mientras que esta por encima de las calificaciones de riesgo para Chile, Colombia, El Salvador, México y Perú.

Según la información del cuadro 4, actualmente el nivel de riesgo soberano sobre las obligaciones en moneda extranjera del gobierno de Costa Rica (CR) es inferior al de algunos países del grupo **B**, tales como: Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Panamá, Perú, Turquía, Uruguay y Venezuela. A su vez, este nivel de riesgo soberano esta por encima de los niveles de Chile, El Salvador, Israel y México.

Por su parte, la calificación del riesgo de los bonos en moneda nacional de CR es inferior a la de países como: Argentina, Bolivia, Brasil, República Dominicana, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Panamá, Turquía, Uruguay y calificaciones de riesgo para Chile,

<sup>26</sup> La calificación de riesgo para Estados Unidos y la Euro zona es Aaa, es decir la de menor riesgo.

<sup>27</sup> La calificación de riesgo para Estados Unidos y la Euro zona es AAA, es decir la de menor riesgo.

**Cuadro 5:**  
**Standard & Poor's :Calificaciones de Riesgo Soberano<sup>1/</sup>**

País	Riesgo Soberano	
	Moneda Extranjera	Moneda Nacional
	LT/Outlook/ST	LT/Outlook/ST
Argentina	B+/STA/B	B+/STA/B
Bolivia	B-/NEG/C	B-/NEG/C
Brasil	BB/STA/B	BB+/STA/B
Chile	AA/STA/A-1	AA/STA/A-1+
Colombia	BB/POS/B	BBB/POS/A-3
<b>Costa Rica</b>	<b>BB/STA/B</b>	<b>BB+/STA/B</b>
República Dominicana	B/POS/B	B/POS/B
Ecuador	CCC+/STA/C	CCC+/STA/C
El Salvador	BB+/STA/B	BB+/STA/B
Guatemala	BB/STA/B	BB+/STA/B
México	BBB/STA/A-3	A/STA/A-1
Panamá	BB/STA/B	BB/STA/-
Paraguay	B-/POS/C	B-/POS/C
Perú	BB/STA/B	BB+/STA/B
Uruguay	B+/STA/B	B+/STA/B
Venezuela	BB-/POS/B	BB-/POS/B

Fuente: Standart & Poor's Credit Ratings

1/ Resumen de calificaciones al 24 de octubre de 2006.

Por su parte, según la información del cuadro 5, las calificaciones de S&P's del riesgo soberano de la deuda en moneda extranjera y local (LP) de CR es igual a la de países como Brasil, Colombia (ME), El Salvador (MN), Guatemala, Panamá y Perú.

En general, los niveles de riesgo soberano de CR están por debajo de los asignados a países como Argentina, Bolivia, República Dominicana, Ecuador, Paraguay, Uruguay y Venezuela; mientras que se encuentran por arriba de los riesgos soberanos de Chile, Colombia (MN) y México.

Un aspecto que podría ayudarnos a evaluar cuan crítica es la situación del riesgo soberano de la deuda pública de CR, es analizar la evolución histórica<sup>28</sup> que han tenido estas calificaciones de riesgo para algunos países en los cuales al flexibilizarse los regímenes cambiarios se dieron crisis financieras como resultado de la falta de disciplina fiscal que existía en ese momento.

En los siguientes cuadros 6 y 7, se muestra la evolución histórica de las calificaciones de riesgo soberano para países como México (efecto tequila 1994-95), Brasil (1999), Argentina (2001) y Turquía (1997), en los cuales se dieron crisis financieras; así como de Venezuela (2002), Rusia (1998) y Egipto (2003), por ser países en que se dieron reversiones en sus procesos de flexibilización cambiaria (IMF, 2004).

<sup>28</sup> Como lo indique al inicio tanto Moody's como Standard & Poor's comenzaron a calificar el riesgo soberano de la deuda del gobierno de CR a partir de 1997 y se han mantenido estables.

**Cuadro.6:**  
**Moody's: Historia de la calificación de riesgo soberano 1/**

Pais	Rating	Fecha	Pais	Rating	Fecha
Argentina	B3	18/10/2006	Turquía	Ba3	18/10/2006
	Ca	20/12/2001		B1	13/03/1997
	Caa3	03/12/2001		Ba3	02/06/1994
	Caa1	26/07/2001		Ba1	14/01/1994
	B3	13/07/2001		Baa3	05/05/1992
	B2	04/06/2001	Rusia	Baa2	18/10/2006
	B1	06/10/1999		Ba3	29/11/2001
	Ba3	10/02/1997		B2	13/11/2000
	B1	13/07/1992		B3	21/08/1998
	B3	26/05/1989		B2	13/08/1998
Brasil	Ba3	18/11/1986	B1	29/05/1998	
	Ba2	18/10/2006	Ba3	11/03/1998	
	B1	16/10/2000	Ba2	07/10/1996	
	B2	03/09/1998	Venezuela	B2	03/09/1998
	B1	30/11/1994		B1	22/07/1998
	B2	31/03/1989		Ba2	08/04/1994
Ba1	18/11/1986	Ba1		07/08/1991	
México	Ba3	07/03/2000	Ba3	03/06/1987	
	Baa1	18/10/2006	Egipto	Ba1	14/11/1997
	Ba1	10/08/1999		Ba2	09/10/1996
	Ba2	08/12/1990			

Fuente: Moody's Investor Service. Global Credit Research

Lo interesante de la información del cuadro adjunto es que en general todos estos países, excepto Egipto, en los años previos a las crisis que experimentaron (sombreadas en el cuadro); las calificaciones del riesgo soberano de Moody's implicaban un mayor riesgo país con respecto a los niveles que actualmente tiene la deuda pública de CR (Ba1). En algunos casos, como Argentina, el deterioro fue más acelerado llegando a los niveles de "C", que es característico de países con una elevada probabilidad de default (quiebra).

Por otra parte, se observa un patrón similar en la historia de las calificaciones de Standard & Poor's, en el sentido; de que en los años previos a las crisis de algunos de estos países la calificación del riesgo soberano de sus deudas implicaba un mayor riesgo con respecto a la de la deuda de CR, con excepción del caso de México.

Cuadro 7:  
Standard & Poor's: Historia de la calificación de riesgo soberano <sup>1/</sup>

Pais	Date	Local Currency LT/Outlook/ST	Foreign Currency LT/Outlook/ST	Pais	Date	Local Currency LT/Outlook/ST	Foreign Currency LT/Outlook/ST
Argentina	March 23, 2006	B/Stable/B	B/Stable/B	Rusia	Sept. 4, 2006	A-/Stable/A-2	BBB+/Stable/A-2
	June 1, 2005	B-/Stable/C	B-/Stable/C		Dec. 15, 2005	BBB+/Stable/A-2	BBB-/Stable/A-2
	Feb. 12, 2002	SD/NM/SD	SD/NM/SD		Jan. 31, 2005	BBB-/Stable/A-3	BBB-/Stable/A-3
	Nov. 6, 2001	SD/NM/C	SD/NM/C		Jan. 27, 2004	BBB-/Stable/A-3	BB+/Stable/B
	Oct. 30, 2001	CC/Negative/C	CC/Negative/C		Dec. 5, 2002	BB+/Stable/B	BB/Stable/B
	Oct. 9, 2001	CCC+/Negative/C	CCC+/Negative/C		July 26, 2002	BB-/Stable/B	BB-/Stable/B
	July 12, 2001	B-/Negative/C	B-/Negative/C		Feb. 22, 2002	B+/Positive/B	B+/Positive/B
	June 6, 2001	B/Negative/C	B/Negative/C		Dec. 19, 2001	B+/Stable/B	B+/Stable/B
	May 8, 2001	B/Watch Neg/C	B/Watch Neg/C		Oct. 4, 2001	B/Positive/B	B/Positive/B
	March 26, 2001	B+/Watch Neg/B	B+/Watch Neg/B		June 27, 2001	B/Stable/B	B/Stable/B
	March 19, 2001	BB/Watch Neg/B	BB-/Watch Neg/B		Dec. 8, 2000	B-/Stable/C	B-/Stable/C
	Nov. 14, 2000	BB/Stable/B	BB-/Stable/B		July 27, 2000	B-/Stable/C	SD/NM/SD
	Oct. 31, 2000	BBB-/Watch Neg/A-3	BB/Watch Neg/B		Feb. 15, 2000	CCC+/Positive/C	SD/NM/SD
	Feb. 10, 2000	BBB-/Stable/A-3	BB/Stable/B		May 7, 1999	CCC/Stable/C	SD/NM/SD
	July 22, 1999	BBB-/Negative/A-3	BB/Negative/B		Jan. 27, 1999		SD/NM/SD
	April 2, 1997	BBB-/Stable/A-3	BB/Stable/B		Sept. 16, 1998		CCC-/Negative/C
	March 8, 1995	BBB-/Stable/A-3	BB-/Stable/B		Aug. 17, 1998		CCC/Negative/C
	Sept. 1, 1994	BBB-/Positive/A-3	BB-/Positive/B		Aug. 13, 1998		B-/Negative/C
	Aug. 22, 1994	—/—/A-3	BB-/Positive/B		June 9, 1998		B+/Stable/B
	Feb. 4, 1994		BB-/Positive/—		May 27, 1998		BB-/Watch Neg/B
Aug. 25, 1993		BB-/Stable/—	Dec. 19, 1997		BB-/Negative/B		
Feb. 28, 2006	BB+/Stable/B	BB/Stable/B	Oct. 4, 1996		BB-/Stable/B		
Nov. 8, 2005	BB/Positive/B	BB-/Positive/B	Turquia	June 27, 2006	BB/Stable/B	BB-/Stable/B	
Sept. 17, 2004	BB/Stable/B	BB-/Stable/B		Jan. 23, 2006	BB/Positive/B	BB-/Positive/B	
Dec. 11, 2003	BB/Stable/B	B+/Positive/B		Aug. 17, 2004	BB/Stable/B	BB-/Stable/B	
April 29, 2003	BB/Stable/B	B+/Stable/B		March 8, 2004	BB-/Positive/B	B+/Positive/B	
July 2, 2002	BB/Negative/B	B+/Negative/B		Oct. 16, 2003	B+/Stable/B	B+/Stable/B	
Aug. 9, 2001	BB+/Negative/B	BB-/Negative/B		July 28, 2003	B/Stable/B	B/Stable/B	
Jan. 3, 2001	BB+/Stable/B	BB-/Stable/B		Nov. 7, 2002	B-/Stable/C	B-/Stable/C	
Feb. 29, 2000	BB/Positive/B	B+/Positive/B		July 9, 2002	B-/Negative/C	B-/Negative/C	
Nov. 9, 1999	BB-/Stable/B	B+/Stable/B		June 26, 2002	B-/Stable/C	B-/Stable/C	
Jan. 14, 1999	BB-/Negative/B	B+/Negative/B		Jan. 29, 2002	B-/Positive/C	B-/Positive/C	
Sept. 10, 1998	BB+/Negative/B	BB-/Negative/B		Nov. 30, 2001	B-/Stable/C	B-/Stable/C	
April 2, 1997	BB+/Stable/B	BB-/Stable/B		July 11, 2001	B-/Negative/C	B-/Negative/C	
June 19, 1996	BB/Positive/—	B+/Positive/—		April 27, 2001	B-/Stable/C	B-/Stable/C	
Dec. 20, 1995		B+/Positive/—	April 16, 2001	B-/Watch Neg/C	B-/Watch Neg/C		
July 18, 1995		B+/Stable/—	Feb. 23, 2001	B/Watch Neg/C	B/Watch Neg/C		
Dec. 1, 1994		B/Positive/—	Feb. 21, 2001	B+/Watch Neg/B	B+/Watch Neg/B		
México	Jan. 31, 2005	A/Stable/A-1	BBB/Stable/A-3	Dec. 5, 2000	B+/Stable/B	B+/Stable/B	
	Feb. 7, 2002	A-/Stable/A-2	BBB-/Stable/A-3	April 25, 2000	B+/Positive/B	B+/Positive/B	
	March 10, 2000	BBB+/Positive/A-2	BB+/Positive/B	Dec. 10, 1999		B/Positive/B	
	Sept. 2, 1999	BBB+/Stable/A-2	BB/Positive/B	Jan. 21, 1999		B/Stable/B	
	Oct. 2, 1998	BBB+/Stable/A-2	BB/Stable/B	Aug. 10, 1998		B/Positive/B	
	Sept. 2, 1997	BBB+/Positive/A-2	BB/Positive/B	Dec. 13, 1996		B/Stable/B	
	Sept. 3, 1996	BBB+/Stable/A-2	BB/Stable/B	July 17, 1996		B+/Watch Neg/B	
	March 23, 1995	BBB+/Negative/A-2	BB/Negative/—	Oct. 18, 1995		B+/Stable/—	
	Feb. 10, 1995	A/Negative/A-1	BB/Stable/—	July 24, 1995		B+/Positive/—	
	Dec. 23, 1994	A+/Watch Neg/A-1	BB+/Watch Neg/—	Aug. 16, 1994		B+/Stable/—	
	Nov. 18, 1993	AA-/Stable/A-1+	BB+/Positive/—	April 29, 1994		B+/Watch Neg/—	
	Nov. 3, 1992	AA-/Stable/A-1+	BB+/Stable/—	March 22, 1994		BB/Watch Neg/—	
	July 30, 1992		BB+/Stable/—	Jan. 14, 1994		BBB-/Negative/—	
Nov. 14, 1991		Adequate/—	May 3, 1993		BBB/Negative/—		
Egipto	March 14, 2005	BBB-/Stable/A-3	BB+/Stable/B	May 4, 1992		BBB/Stable/—	
	Aug. 22, 2003	BBB-/Negative/A-3	BB+/Negative/B	Dec. 18, 1989		Satisfactory	
	May 22, 2002	BBB/Stable/A-3	BB+/Stable/B	Venezuela	Jan. 24, 1997		B/Positive/C
	June 22, 2001	BBB+/Negative/A-2	BBB-/Negative/A-3		June 26, 1996		B/Stable/C
	July 3, 2000	A-/Negative/A-1	BBB-/Negative/A-3		Feb. 23, 1996		B/Negative/C
Jan. 15, 1997	A-/Stable/A-1	BBB-/Stable/A-3	Nov. 21, 1995			B+/Watch Neg/B	
Feb. 3, 2006	BB-/Stable/B	BB-/Stable/B	July 27, 1994			B+/Negative/B	
Aug. 12, 2005	B+/Stable/B	B+/Stable/B	June 16, 1994			BB-/Watch Neg/B	
March 3, 2005	B/Stable/B	B/Stable/B	March 4, 1994			BB-/Stable/B	
Jan. 18, 2005	B/Stable/B	SD/—SD	April 5, 1993			BB/Negative/B	
Aug. 25, 2004	B/Stable/B	B/Stable/B	Nov. 4, 1992			BB/Stable/B	
July 30, 2003	B-/Stable/C	B-/Stable/C	July 24, 1991			BB/Positive/B	
April 16, 2003		CCC+/Stable/C	Nov. 1, 1990		B+/Positive/B		
Dec. 13, 2002		CCC+/Negative/C	June 26, 1989		B+/Negative/B		
Sept. 23, 2002		B-/Negative/C	Jan. 17, 1989		B+/—/B		
March 18, 2002		B/Negative/B	March 28, 1983		BB/—		
Feb. 11, 2002		B/Watch Neg/B	Feb. 11, 1983		A/—		
Dec. 21, 1999		B/Stable/B	Aug. 13, 1982		AA/—		
Aug. 31, 1998		B+/Negative/B	Oct. 5, 1977		AAA/—		
June 5, 1997		B+/Stable/B					

Fuente: Standard & Poor's Credit Ratings. Sovereign Ratings History Since 1975.

Nota: Watch Neg-On CreditWatch with negative implications. Watch Pos-On CreditWatch with positive implications. Watch Dev-On CreditWatch with developing implications. SD-Selective Default. NM-Not meaningful.



## 2. Institutional Investor Rating (IIR) para medir intolerancia de deuda externa:

El siguiente apartado tiene el propósito de actualizar la serie de otro indicador de riesgo soberano, que fue utilizado en un análisis sobre la intolerancia de la deuda externa para CR (Rojas, 2003). Para tener una mejor referencia de este estudio de intolerancia de la deuda externa, en el anexo 3 se presenta un resumen de los principales elementos involucrados.

En el siguiente cuadro 9, se muestra la actualización de las cifras de deuda externa total y del IIR hasta el año 2006<sup>29</sup>. Según se puede observar el indicador de riesgo soberano ha venido mejorando a lo largo de todo el periodo de análisis, de 14.9 en 1984 a 51.1 en 2006 y, con ello la transición de nuestro país entre las zonas de intolerancia, definidas en el trabajo de Reinhart y otros (2003); nos ubica en la zona (I) que es la menos intolerante.

**Cuadro 9**  
**Transición Zonas de Intolerancia de Deuda Externa**

	<b>DX / INB</b>	<b>IIR</b>	<b>Zona observada</b>
<b>1984</b>	119.0%	14.9	<b>C</b>
<b>1985</b>	121.0%	14.8	<b>C</b>
<b>1986</b>	110.0%	16.4	<b>C</b>
<b>1987</b>	111.0%	17.0	<b>C</b>
<b>1988</b>	106.0%	17.8	<b>C</b>
<b>1989</b>	95.0%	18.3	<b>C</b>
<b>1990</b>	69.0%	20.0	<b>C</b>
<b>1991</b>	58.0%	22.0	<b>C</b>
<b>1992</b>	47.0%	23.7	<b>C</b>
<b>1993</b>	41.0%	25.8	<b>IV</b>
<b>1994</b>	38.0%	29.0	<b>IV</b>
<b>1995</b>	33.0%	31.0	<b>III</b>
<b>1996</b>	30.5%	33.1	<b>III</b>
<b>1997</b>	27.0%	35.3	<b>III</b>
<b>1998</b>	26.5%	36.1	<b>III</b>
<b>1999</b>	28.3%	39.5	<b>III</b>
<b>2000</b>	28.7%	45.1	<b>III</b>
<b>2001</b>	27.8%	44.3	<b>III</b>
<b>2002</b>	28.0%	45.4	<b>III</b>
<b>2003</b>	30.8%	44.2	<b>III</b>
<b>2004</b>	29.6%	49.1	<b>I</b>
<b>2005</b>	27.0%	50.3	<b>I</b>
<b>2006 */</b>	24.8%	51.1	<b>I</b>

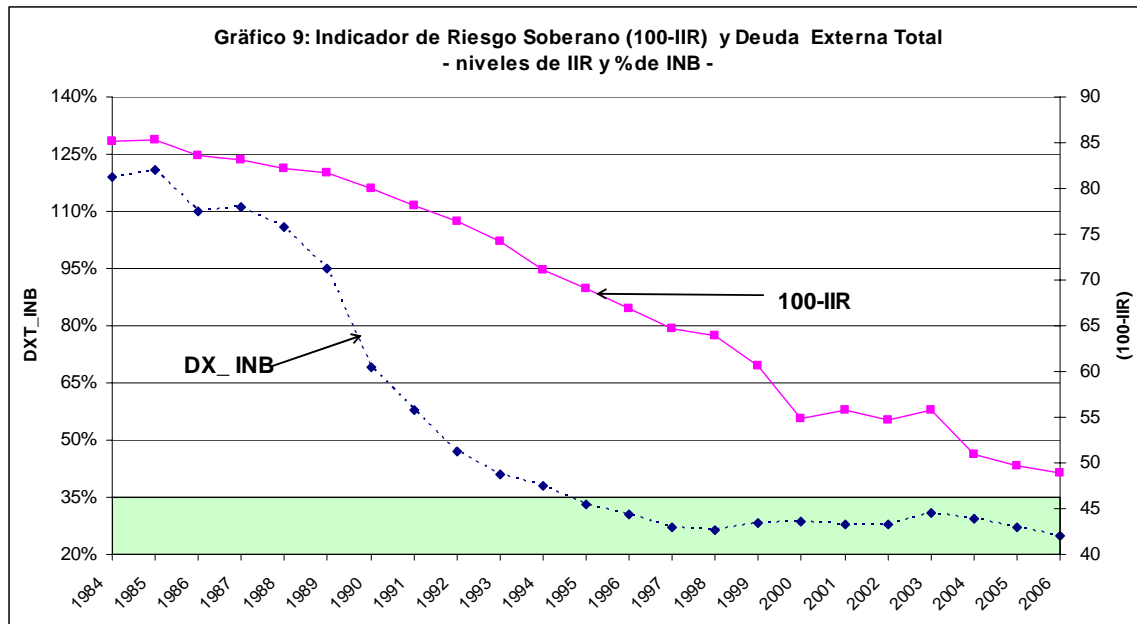
Fuente: Institutional Investor Magazine y datos de BCCR.

Nota: DX/INB incluye la deuda externa pública y privada.

\*/ Estimación preliminar con datos a diciembre de 2006.

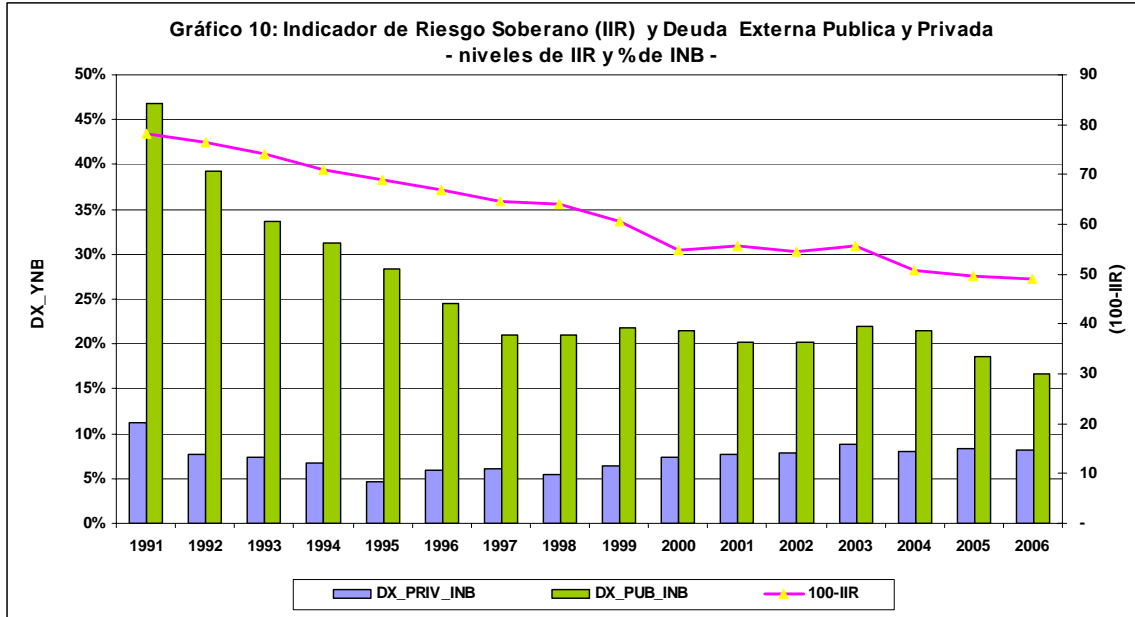
<sup>29</sup> Hasta 1995 se utilizan los datos de deuda externa privada del Banco Mundial. A partir de 1996 se calcula el saldo de la deuda externa total con los datos de deuda pública externa del Ministerio de Hacienda y el saldo de la deuda privada externa, que comprende los préstamos de los bancos privados y otros sectores con el exterior, los cuales se obtienen de los reportes de Posición de Inversión Internacional de CR.

En el gráfico 9 se muestra la evolución de la razón de deuda externa total (DX) a Ingreso Nacional Bruto (INB) y de un indicador del riesgo soberano calculado a partir de IIR (100-IIR). Claramente se infiere la correlación positiva que existe entre ambas variables y, quizás lo más interesante de puntualizar es que desde 1995 la razón DX\_INB se ha mantenido por debajo del umbral de deuda de bajo riesgo (35%), que esta sombreado en el gráfico.

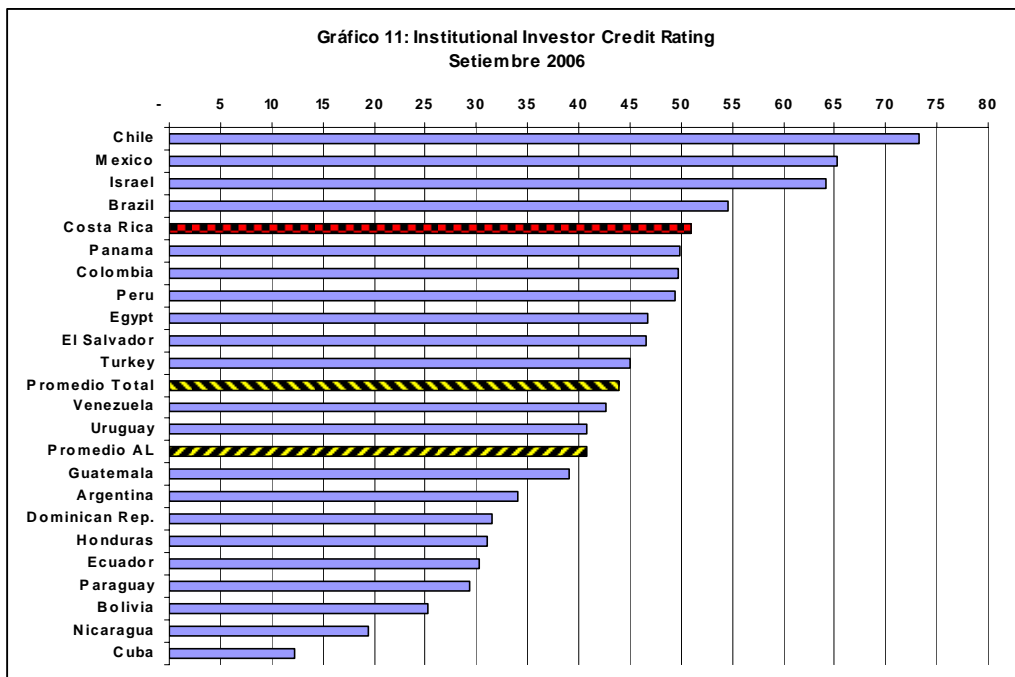


En el gráfico 10, se muestran los componentes de la razón de DX\_INB, esto es la deuda pública externa (DX\_PUB\_INB) y la deuda privada externa (DX\_PRIV\_INB) y, el indicador de riesgo soberano. Hasta 1998, el comportamiento decreciente de la deuda externa total, estuvo más asociado a la evolución de la deuda pública externa y, es a partir de ese año cuando se ha mantenido relativamente estable.

No obstante, es importante destacar la evolución creciente de la deuda privada externa a partir de 1995, debido a que de continuar así las autoridades tendrían que desarrollar alguna estrategia para evitar que en algún momento la deuda externa total supere el umbral de 35% y no necesariamente por mayores necesidades de financiamiento del sector público.



Finalmente, en el siguiente gráfico 11 se muestran las mediciones del riesgo soberano (IIR) para un grupo de países a setiembre de 2006, de los 173 que componen el conjunto de países a los que califica el Institutional Investor. Destaca como la calificación del riesgo soberano de nuestro país (51.1) se encuentra en la quinta posición de este grupo, por debajo de Chile (73.2), México (65.2), Israel (64.2) y Brasil (54.6); así como de que su nivel está por encima del promedio de los 173 países calificados (43.9) y, del conjunto de países latinoamericanos (40.8).



En resumen, los diferentes indicadores de riesgo soberano analizados en este apartado nos permiten inferir que la situación de riesgo de la deuda pública total se encuentra en niveles relativamente bajos y aceptables, si se compara con los de otras economías que en el pasado experimentaron crisis financieras asociadas al default (quiebra) de algunos gobiernos.

Sin embargo, las autoridades fiscales deberán continuar esfuerzos de llevar adelante estrategias que les permitan mejorar de manera permanente la recaudación de ingresos para mantener niveles positivos estables de superávit primario<sup>30</sup>. De igual manera, los encargados de realizar la gestión de la deuda pública deberían seguir buscando alternativas de colocación de deuda a menor costo y, tratando de mejorar el perfil de la deuda en función de las recomendaciones de la literatura empírica (BID,2006), esto es tratar de que la proporción de la deuda pública denominada en moneda nacional sea cada vez mayor, para reducir los riesgos cambiarios; alargar el plazo de vencimiento de sus obligaciones, para reducir los riesgos de refinanciamiento (roll-over) y, quizás diseñar algún mecanismo para capitalizar al Banco Central. De esta manera, la autoridad monetaria podrá tener mayor margen de maniobra para reducir la tasa de inflación a los niveles internacionales y coadyuvar a la estabilidad macroeconómica<sup>31</sup>, en general.

## V. ANÁLISIS DE RIESGOS DE LA SITUACIÓN FINANCIERA FISCAL

El siguiente apartado tiene el propósito de evaluar la vulnerabilidad de las finanzas públicas ya que, a pesar de que durante los últimos años se ha mantenido una relativa estabilidad fiscal; el nivel de la deuda es aun elevado y por tanto, su dinámica puede verse afectada negativamente ante choques de origen interno y/o externo, del entorno macroeconómico. Para realizar este análisis se utiliza la metodología sugerida por el FMI (2002, 2003 y 2005), que plantea un ejercicio de simulación estandarizado para que los países puedan evaluar la sensibilidad de la dinámica de la deuda pública, ante choques adversos en los niveles relativos del superávit primario, crecimiento del producto, tasa de interés real (premio) y devaluación<sup>32</sup>.

El ejercicio consiste en realizar un ejercicio de simulación base con el Modelo de Sostenibilidad Fiscal del Banco Central (Rojas y Sáenz, 2003), en el cual la evolución de los supuestos macro está en función del criterio de experto e información histórica. Contra este escenario, que podría considerarse optimista; se contrastan los resultados de otros ejercicios de simulación con supuestos alternativos. En principio, el FMI<sup>33</sup> sugiere introducir choques adversos permanentes a algunas variables macroeconómicas (premio, superávit primario y crecimiento real), por un monto equivalente a media desviación

---

<sup>30</sup> En nuestro país, los esfuerzos fiscales se han recargado siempre en la aprobación de reformas tributarias transitorias, toda vez que más del 90% de los gastos presupuestarios están predeterminados por ley.

<sup>31</sup> De hecho la estabilidad macroeconómica es uno de los tantos factores determinantes de las diferentes mediciones de riesgo soberano.

<sup>32</sup> Un ejercicio de este tipo fue realizado por una misión del FMI (Hendrick, 2006) a inicios de 2006, utilizando un modelo de sostenibilidad fiscal desarrollado por ellos con datos de deuda bruta para el sector público.

<sup>33</sup> Fondo Monetario Internacional. "Debt Sustainability Analysis for Market Access Countries". (Guidance Note), Julio, 2005.

estándar respecto al promedio de los últimos 10 años (1997 - 2006) y para el caso de la tasa de devaluación sugieren (Hendrick, 2006) una variación del 30% en un solo año.

En el cuadro 10, se muestran los resultados obtenidos al generar escenarios base y alternativos, para el lapso 2007 - 2015, con la aplicación de choques a algunas variables a partir del 2008:

- **Escenario base:** en este ejercicio la razón de deuda consolidada de SPG a PIB se reduce gradualmente de 51.6% en 2006 a 36.8% en 2015, lo mismo que la deuda del gobierno que disminuye de 33.7% a 27.2%. Estos resultados se obtienen al suponer que el gobierno genera de manera permanente un superávit primario de 1,3% del PIB a partir de 2008 (promedio de los últimos 10 años); el premio implícito en las tasas de interés de la nueva deuda es similar al promedio de los últimos años (3,7%) y el crecimiento real del PIB converge al promedio histórico (4.3%).
- En los bloques 2 y 3 del cuadro 10, se muestra como varía la dinámica de las deudas para SPG y GC, respectivamente; al introducir choques permanentes para cada variable (superávit primario de GC, crecimiento real y premio en tasa de interés), por el equivalente a un medio de sus desviaciones estándar (promedio 1997 – 2006) a partir de 2008 y, para el conjunto de estas tres variables por un cuarto de sus desviaciones estándar (combinado); además se agrega un quinto escenario en el que se supone una devaluación de 30% en 2008.

CUADRO 10: DINÁMICA DE LA DEUDA PÚBLICA BAJO ESCENARIOS ALTERNATIVOS <sup>1/</sup>  
- Variaciones promedio anual y/o % del PIB -

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>1. ESCENARIO BASE</b>													
Deuda Consolidada SPG <sup>2/</sup>	59.8%	58.5%	55.2%	51.6%	49.2%	46.4%	45.3%	44.0%	42.9%	41.9%	39.9%	37.8%	36.8%
- Deuda Bruta GC	39.4%	40.4%	37.0%	33.7%	32.1%	31.8%	31.3%	30.7%	30.0%	29.3%	28.6%	27.9%	27.2%
Déficit Financiero SPG	4.5%	3.6%	2.3%	1.5%	2.3%	2.1%	2.3%	2.1%	1.9%	1.8%	1.7%	1.6%	1.4%
- Déficit Financiero GOB	2.9%	2.7%	2.1%	1.0%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%
Supuestos base:													
Superávit Primario SPG	0.6%	1.0%	2.3%	3.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
- Superávit Primario GC	1.4%	1.4%	2.0%	2.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
Tasa de interés real	8.5%	4.6%	5.1%	5.3%	3.8%	6.4%	6.3%	6.0%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Tasa de interés nominal	17.5%	16.9%	16.4%	15.9%	14.4%	13.4%	12.7%	12.4%	12.3%	12.2%	12.3%	12.3%	12.3%
Crecimiento real PIB	6.4%	4.1%	5.9%	7.9%	5.0%	3.8%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
Inflación (Deflator PIB)	8.3%	11.8%	11.1%	10.0%	10.2%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Devaluación nominal	10.8%	9.9%	9.1%	7.0%	5.0%	3.6%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Tasa LIBOR (6 meses)	1.2%	1.8%	3.8%	5.3%	5.0%	4.8%	4.9%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%	5.2%	5.2%
Premio en tasas de interés	4.8%	4.5%	2.7%	2.9%	3.8%	4.4%	4.3%	3.9%	3.7%	3.6%	3.7%	3.7%	3.7%
<b>2. ESCENARIOS ALTERNATIVOS DEUDA CONSOLIDADA SPG</b>													
1. Superávit Primario GC <sup>3/</sup>	59.8%	58.5%	55.2%	51.6%	49.2%	46.8%	46.1%	45.2%	44.5%	43.9%	42.4%	40.7%	40.2%
2. Crecimiento real <sup>4/</sup>	59.8%	58.5%	55.2%	51.6%	49.2%	47.0%	46.4%	45.7%	45.2%	44.7%	43.3%	41.7%	41.2%
3. Tasa de interés real <sup>5/</sup>	59.8%	58.5%	55.2%	51.6%	49.2%	46.7%	46.1%	45.3%	44.9%	44.5%	43.2%	41.7%	41.4%
4. Combinación (1+2+3) <sup>6/</sup>	59.8%	58.5%	55.2%	51.6%	49.2%	47.1%	46.6%	46.1%	45.9%	45.7%	44.6%	43.2%	43.1%
5. Devaluación real <sup>7/</sup>	59.8%	58.5%	55.2%	51.6%	49.2%	53.0%	55.1%	55.2%	54.9%	54.5%	52.8%	50.7%	49.9%
<b>3. ESCENARIOS ALTERNATIVOS DEUDA BRUTA GC</b>													
1. Superávit Primario GC <sup>3/</sup>	39.4%	40.4%	37.0%	33.7%	32.1%	32.2%	32.1%	31.9%	31.6%	31.4%	31.1%	30.9%	30.7%
2. Crecimiento real <sup>4/</sup>	39.4%	40.4%	37.0%	33.7%	32.1%	32.2%	32.1%	31.9%	31.7%	31.4%	31.1%	30.9%	30.6%
3. Tasa de interés real <sup>5/</sup>	39.4%	40.4%	37.0%	33.7%	32.1%	32.0%	31.8%	31.6%	31.3%	31.0%	30.8%	30.6%	30.3%
4. Combinación (1+2+3) <sup>6/</sup>	39.4%	40.4%	37.0%	33.7%	32.1%	32.3%	32.4%	32.4%	32.3%	32.3%	32.3%	32.3%	32.3%
5. Devaluación real <sup>7/</sup>	39.4%	40.4%	37.0%	33.7%	32.1%	35.5%	36.9%	37.2%	37.1%	36.9%	36.5%	36.1%	35.6%

Fuente: Proyecciones de MSF\_BC, a partir de 2009.

1/ Las áreas sombreadas son datos observados. Para 2007 y 2008, se utilizan los datos del Programa Macroeconómico 2007-2008.

2/ Deuda Bruta SPG menos tenencia de deuda bonificada en poder de BCCR.

3/ Superávit primario del escenario base menos 1/2 de su desviación estándar (de 1.3% a 0.9%), a partir de 2008.

4/ Crecimiento real del escenario base menos 1/2 de su desviación estándar (de 4.3% a 3.1%), a partir de 2008.

5/ Premio en tasa de interés real del escenario base más 1/2 de su desviación estándar (de 3.7% a 5.2%), a partir de 2008.

6/ Superávit primario, crecimiento real y premio del escenario base ajustado en 1/4 de su desviación estándar, a partir de 2008.

7/ Devaluación real de 30% en 2008.

- Estos resultados, junto con los gráficos 12 y 13, permiten inferir la vulnerabilidad de la situación fiscal ante choques en algunas variables clave. En efecto, al suponer que el gobierno genera un superávit primario inferior en 0.4 puntos porcentuales (pp.) con respecto a su promedio histórico, su deuda termina en 30.7% en 2015, que es mayor en 3.5 pp. al del escenario base (para SPG el aumento es de 3.4pp.).
- De manera similar, al suponerse una reducción permanente en el crecimiento real del PIB, de 4.3% a 3.1%, tanto el gobierno como SPG, terminan en 2015 con deudas superiores al escenario base, en 3.4 pp. y 4,4 pp., respectivamente.
- Un incremento en el premio de la tasa de interés de la nueva deuda (+1,5%), genera resultados similares a los anotados, pero en magnitudes diferentes, 3.1 pp. para el gobierno y 4.6 pp. para SPG.
- Al combinar los choques adversos del superávit primario, crecimiento real y premio en tasas de interés a partir de 2008, en el equivalente aun cuarto de sus respectivas desviaciones estándar; la trayectoria de la deuda se torna insostenible terminado en 2015, con niveles mayores a los indicados para los escenarios aislados.

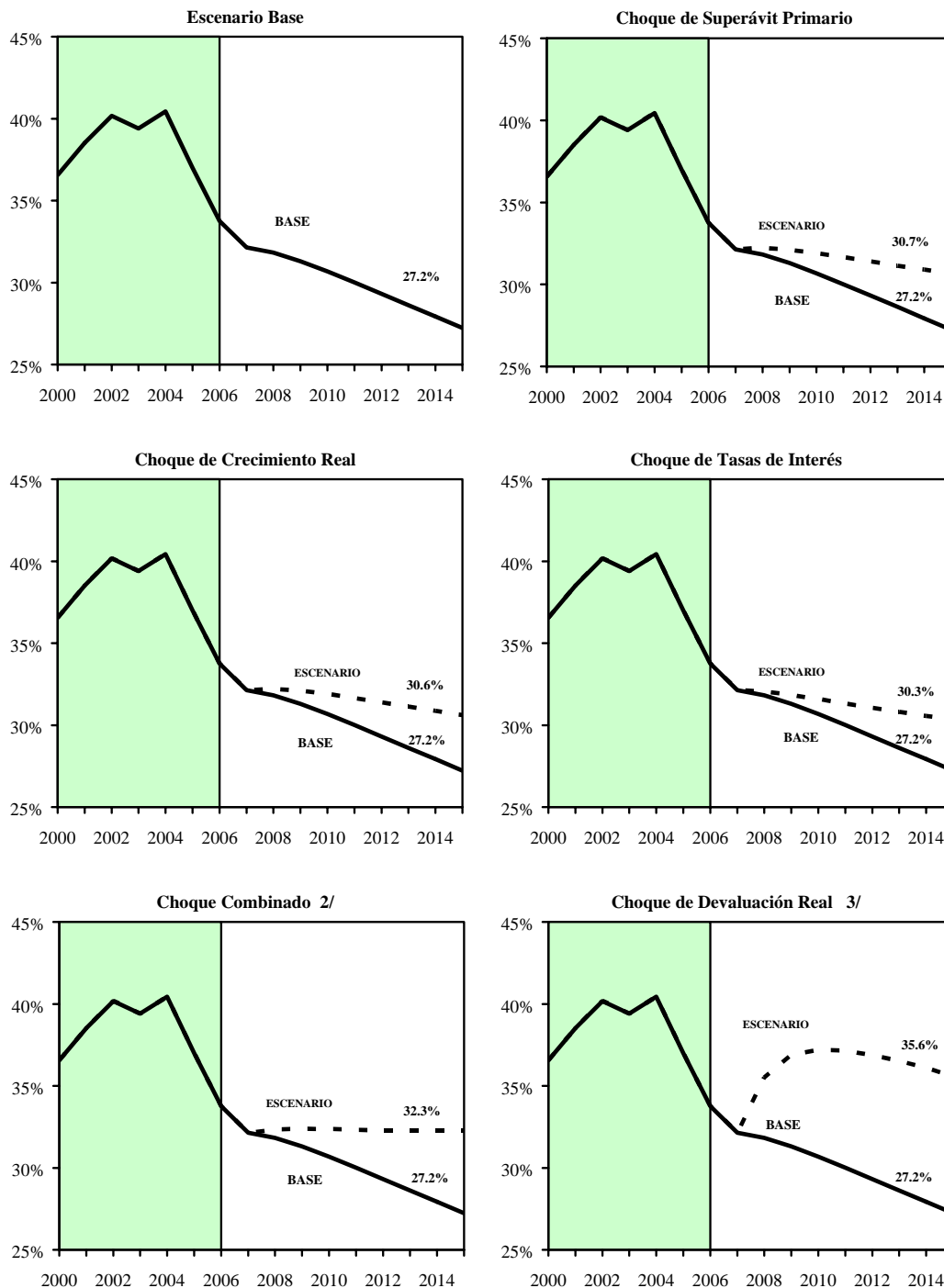
- Finalmente, una devaluación del 30% en 2008, podría incrementar las razones de deuda de SPG y GC en 2015, respecto a las del escenario base, en 13.1 pp. y 8.4 pp. del PIB, respectivamente.

Estos resultados permiten inferir la vulnerabilidad de la situación de la deuda pública en general y la del gobierno central en particular; y por tanto, dejan ver la necesidad de que se apruebe un plan de reforma fiscal que permita generar mayores ingresos tributarios de manera permanente; así como el nivel relativo de superávit primario.

En efecto, si este mismo ejercicio se repite, pero ahora suponiendo que con una reforma fiscal el gobierno aumenta de manera permanente su superávit primario 2.5% del PIB, los resultados demuestran una situación fiscal más robusta ante choques adversos en el entorno macroeconómico.

Los resultados de este ejercicio se muestran en el gráfico 14, para el caso del gobierno central. Como se muestra, en todos los escenarios con reforma fiscal (ESC\_RF), la dinámica de la deuda del gobierno es sostenible, al contrario de lo que sucede cuando no hay reforma fiscal (ESC\_SRF).

**Gráfico 12:**  
**Pruebas de sensibilidad sobre la dinámica de la deuda del Gobierno Central 1/**  
**- % del PIB -**



Fuente: Modelo de Sostenibilidad Fiscal del Banco Central de Costa Rica (MSF\_BC)

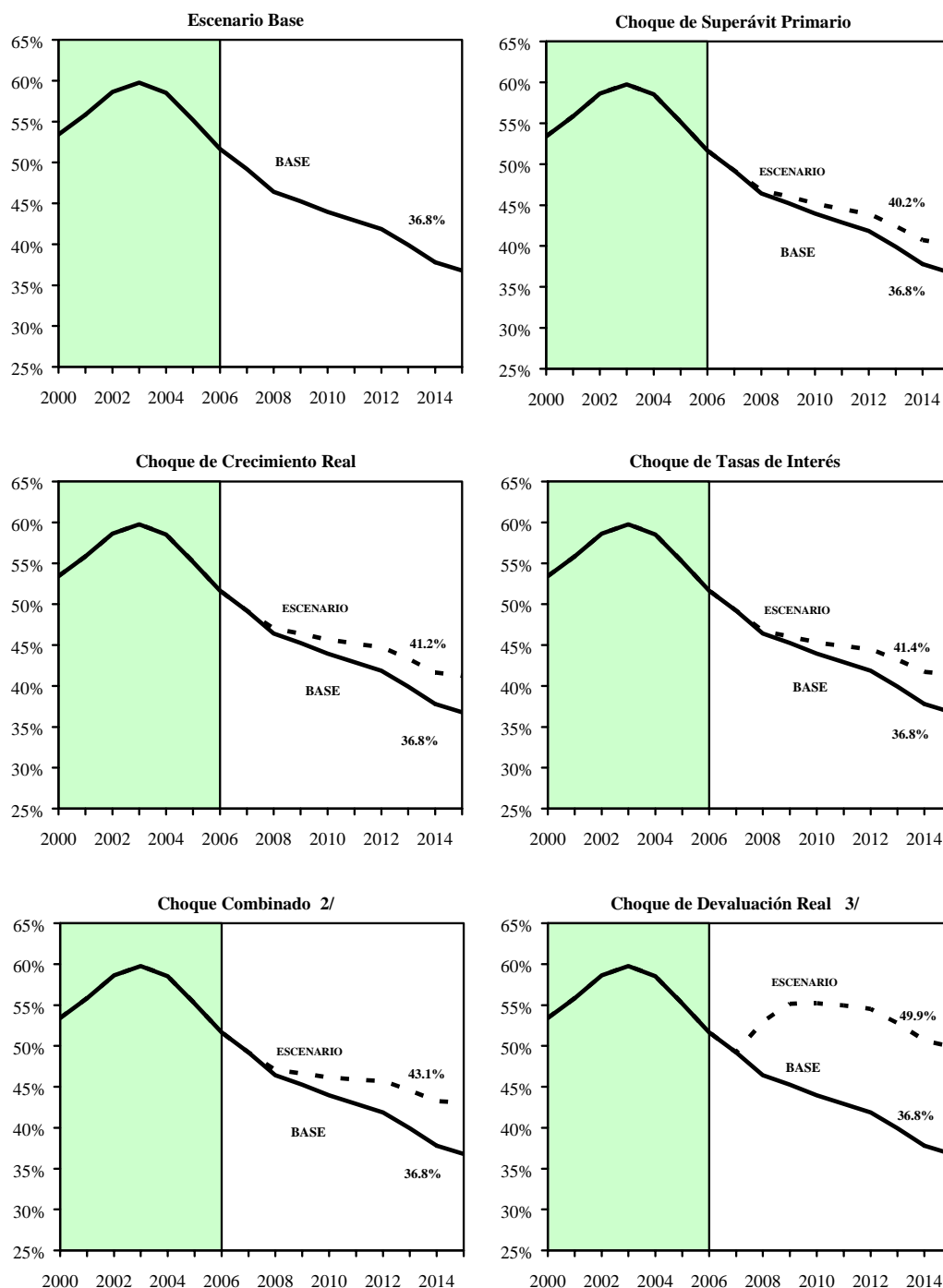
1/ Las áreas sombreadas corresponden a los datos observados de la deuda bruta del Gobierno Central. Para 2006 y 2007, se tienen las estimaciones del Ministerio de Hacienda, mientras que para el resto de los años se tienen proyecciones promedio para el escenario base y alternativos de MSF\_BC. Los choques individuales son choques permanentes de un 1/2 de la desviación estándar, respecto al promedio de los últimos diez años.

2/ Choque permanente de 1/4 de la desviación estándar para la tasa de interés, producto y superávit primario.

3/ Devaluación de un 30% en 2008.



**Gráfico 13:**  
**Pruebas de sensibilidad sobre la dinámica de la deuda de SPG 1/**  
**- % del PIB -**



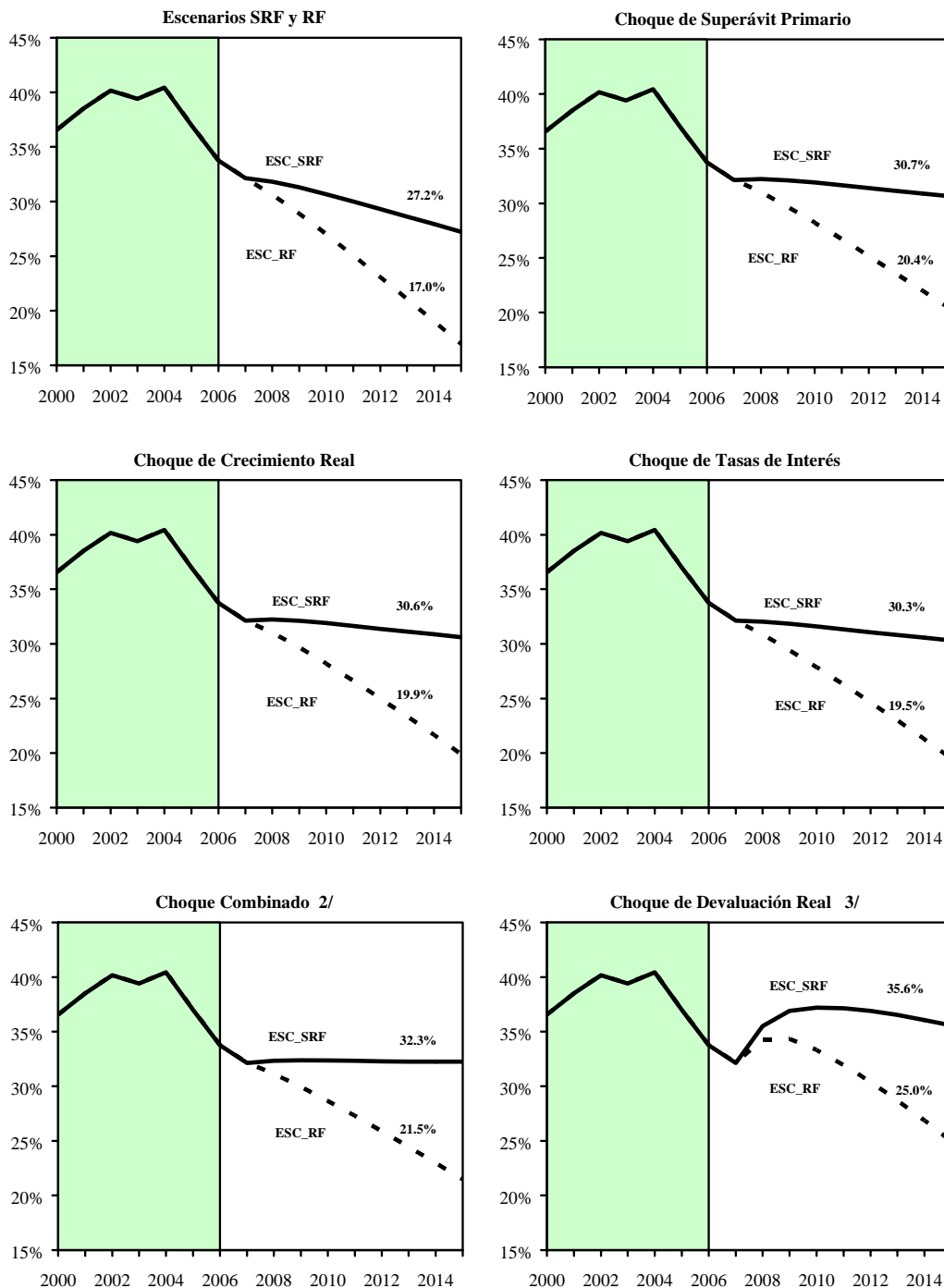
Fuente: Modelo de Sostenibilidad Fiscal del Banco Central de Costa Rica (MSF\_BC)

1/ Las áreas sombreadas corresponden a los datos observados de la deuda bruta del Gobierno Central. Para 2006 y 2007, se tienen las estimaciones del Ministerio de Hacienda, mientras que para el resto de los años se tienen proyecciones promedio para el escenario base y alternativos de MSF\_BC. Los choques individuales son choques permanentes de un 1/2 de la desviación estándar, respecto al promedio de los últimos diez años.

2/ Choque permanente de 1/4 de la desviación estándar para la tasa de interés, producto y superávit primario.

3/ Devaluación de un 30% en 2008.

**Gráfico 14: Escenarios con reforma fiscal (RF)**  
**Pruebas de sensibilidad sobre la dinámica de la deuda del Gobierno Central 1/**  
**- % del PIB -**



Fuente: Modelo de Sostenibilidad Fiscal del Banco Central de Costa Rica (MSF\_BC)

1/ Las áreas sombreadas corresponden a los datos observados de la deuda bruta del Gobierno Central. Para 2006 y 2007, se tienen las estimaciones del Ministerio de Hacienda, mientras que para el resto de los años se tienen proyecciones promedio para el escenario base y alternativos de MSF\_BC. Los choques individuales son choques permanentes de un 1/2 de la desviación estándar, respecto al promedio de los últimos diez años.

2/ Choque permanente de 1/4 de la desviación estándar para la tasa de interés, producto y superávit primario.

3/ Devaluación de un 30% en 2008.

## VI. PRINCIPALES CONCLUSIONES

Con base en los resultados obtenidos en el presente estudio, podríamos inferir que, en la coyuntura actual; los desequilibrios fiscales de nuestro país no tendrían las consecuencias que generaron en otros países, que decidieron migrar a regímenes monetarios de Metas de Inflación. No obstante, debido a que el nivel relativo de la razón de deuda pública se mantiene alto, su situación es vulnerable ante choques adversos en las variables exógenas que escapan al dominio de las autoridades fiscales (crecimiento real, tasa de interés externa, premio por riesgo soberano y devaluación), por lo es necesario la aprobación de reformas fiscales que permitan generar de manera permanente mayores ingresos y por tanto, un superávit primario superior a los niveles históricos.

1. En los últimos años ha existido una relativa disciplina fiscal, que le han permitido a Hacienda aumentar sus niveles de superávit primario y con ello, reducir sus niveles de déficit financiero y deuda total. En efecto, el Ministerio de Hacienda ha venido introduciendo mejoras en sus sistemas de administración tributaria y gestión de deuda para reducir el costo de fondeo del fisco, lo cual le ha permitido utilizar otros mecanismos de financiamiento y descongestionar su presión en el mercado primario de deuda<sup>34</sup>. Sin embargo, según lo señalan algunos organismos internacionales (IMF, WB) la estrategia actual que siguen la autoridades fiscales parece no ser sostenible, por lo que se hace necesario la aprobación de una reforma fiscal que permita generar de manera permanente mayores ingresos tributarios.
2. Todo lo anterior, aunado al desarrollo del mercado local de deuda pública, ha contribuido a reducir los riesgos de un eventual “*Régimen de Dominancia Fiscal*”<sup>35</sup>, como la de algunos países que experimentaron crisis de deuda y reversiones de capital (sudden-stop), durante los procesos de cambio de régimen monetario y mayor flexibilidad cambiaria.
3. Contrario a la experiencia de países como México, Argentina, Brasil y Venezuela, entre otros, en los cuales las diferentes calificaciones de riesgo soberano (Moody’s, Standard & Poor’s y Fitch) se vieron deterioradas a raíz de sus problemas de deuda pública; en el caso de Costa Rica tales calificaciones se han mantenido estables en niveles superiores a las que mostraron esos países en los momentos que experimentaron crisis financieras (currency crises).
4. El indicador de intolerancia de deuda, según el Institutional Investor Rating, permite inferir que los bajos niveles de deuda externa total han permitido reducir los niveles de riesgo soberano (100-IIR) y con ello nuestro país se encuentra en la Zona I de países menos intolerantes, con acceso ocasional a los mercados de capitales externos.

---

<sup>34</sup> La gestión de la deuda del gobierno se ha orientado a aumentar la participación relativa de los bonos denominados en moneda nacional (con lo cual se reduce el riesgo cambiario), alargar el perfil de vencimiento de sus obligaciones y pactar a tasa fija.

<sup>35</sup> Además, según el artículo 59 de la Ley Orgánica del BCCR (7558), el Banco Central tiene estrictamente prohibido otorgar financiamiento al Gobierno de la República o instituciones públicas, salvo lo establecido en esa ley.

5. Los ejercicios de simulación con el Modelo de Sostenibilidad Fiscal del Banco Central (MSF\_BCCR), permiten inferir que la dinámica de la deuda pública costarricense es sostenible, aún cuando los supuestos de las variables involucradas en el ejercicio mantienen los valores promedio históricos de los últimos 10 años (escenario base), durante el periodo de proyección.
6. No obstante, el análisis de “stress” sobre la dinámica de la deuda pública (IMF, 2005), permite inferir la vulnerabilidad de la situación fiscal ante choques adversos en variables exógenas que escapan a su control (crecimiento real, premio por riesgo soberano y devaluación); así como ante reducciones permanentes en sus niveles de superávit primario.
7. Para fortalecer la posición financiera del sector público y reducir los riesgos de insostenibilidad de la deuda pública ante choques inesperados en variables tales como: superávit primario, crecimiento real del PIB, tasa de interés real y el premio por riesgo soberano; el Ministerio de Hacienda debería continuar impulsando la aprobación legislativa de su paquete de reformas tributarias para mejorar de manera permanente su recaudación de ingresos y continuar con sus esfuerzos de racionalización del gasto y aumentar su superávit primario.
8. Además, sería conveniente que el Ministerio de Hacienda y el Banco Central acuerden alguna forma de capitalización de éste último. De esta forma, coadyuvaría a reducir el déficit consolidado del sector público, eliminando de esta forma el riesgo de incrementos desmedidos de los medios de pago para financiar el exceso de gastos sobre ingresos fiscales y con ello, la posibilidad de presiones monetarias sobre la inflación en general y sobre el tipo de cambio nominal, en particular.

**VII. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Abiad Abdul and Jonathan D. Ostry (2005). Primary Surpluses and Sustainable Debt: Level in Emergent Market Countries. IMF Policy Discussion Paper. PDP/05/6. September.
- Alberola, Enrique and Luis Molina (2004). What does really Discipline Fiscal Policy in Emergent Markets? The Role and Dynamics of Exchange Rate Regimes. Documentos de Trabajo No. 0402. Banco de España. Servicio de Estudios.
- Baig, Taimur, Manmohan S. Kumar, Garima Vasishtha and Edda Zoli (2006). Fiscal and Monetary Nexus in Emerging Market Economies: How Does Debt Matter? IMF. WP/06/184. August.
- Blanchard, Olivier (2004). Fiscal Dominance and Inflation Targeting: Lesson from Brazil. NBER Working Paper Series. Working Paper 10389. March.
- Borensztein, Eduardo, Eduardo Levy Yeyaty and Ugo Panizza (2006). Debt Instruments and Policies in the New Millennium: New Markets and New Opportunities. Prepared for the annual meetings of the Board of Governors, Inter-American Development and Inter-American Investment Corporation. April.
- Borensztein, Eduardo, Eduardo Levy Yeyaty and Ugo Panizza (2007). Living with Debt: How to Limit the Risks of Sovereign Finance. Economic and Social Progress in Latin America (2007 Report). Inter-American Development Bank. David Rockefeller Center for Latin American Studies. Harvard University. October.
- Celasun, O., X. Debrun and J.D. Ostry (2006). Primary Surplus Behavior and Risks to Fiscal Sustainability en Emergent Market Countries: A “Fan-Chart” Approach. IMF. WP/06/67. March.
- Debelle, Guy; Paul Masson; Miguel Savastano and Sunil Sharma (1998). Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy. IMF. Economic Issues No. 15. October.
- De Bolle, Monica, Björn Rother and Ivetta Hakobyan (2006). The Level and Composition of Public Debt in Emergent Market Crises. IMF. WP/06/186. August.
- De Gregorio, José, Andrea Tokman y Rodrigo Valdés (2005). Flexible Exchange Rate with Inflation Targeting in Chile: Experience and Issues. Central Bank of Chile. May.
- Doi, Takero, Toshihiro Ihori and Kiyoshi Mitsui (2006). Sustainability, Debt Management and Public Debt Policy in Japan. NBER Working Paper Series. Working Paper 12357. July.

- Duttagupta, Rupa and Inci Otker-Robe (2003). Exits from Pegged Regimes: an Empirical Analysis. IMF. WP/03/147. July.
- Duttagupta, Rupa and Guillermo Tolosa (2006). Fiscal Discipline and Exchange Rate Regimes: Evidence from the Caribbean. IMF. WP/06/119. May.
- Fernández Delgado, Karol (2005). Evaluación de la Sostenibilidad Fiscal en Costa Rica. Tesis para optar por el grado de Magíster en la Pontificia Universidad Católica de Chile. Diciembre. ([kafe22@racsa.co.cr](mailto:kafe22@racsa.co.cr))
- Fondo Latinoamericano de Reservas (2006). La Experiencia Peruana con el Esquema de Inflación Objetivo. FLAR. Informe Estructural No. 4, Agosto.
- Hakura, Dalia S. (2005). Are Emerging Market Countries Learning to Float? IMF Working Paper. WP/05/98. May.
- Hendrick, Oscar (2006). Public Debt Sustainability. IMF Background Note V. March.
- International Monetary Fund (2006). Staff Report for the 2006 Article IV Consultation. IMF Country Report No. 06/416. October.
- International Monetary Fund (2005). Information Note on Modifications to the Fund's Debt Sustainability Assessment Framework for Market Access Countries. July.
- International Monetary Fund (2004). From Fixed to Float: Operational Aspects of Moving Toward Exchange Rate Flexibility. November.
- International Monetary Fund (2003). Sustainability Assessments: Review of application and methodological refinements. June.
- International Monetary Fund (2003). Public Debt in Emergent Markets. World Economic Outlook (WEO). September.
- International Monetary Fund (2002). Assessing Sustainability. SM/02/166. May.
- Institutional Investor Magazine (1985 – 2006). Tables of Institutional Investor's country credit ratings. (March – September). Various issues.
- Jeanne, Olivier and Anastasia Guscina (2006). Government Debt in Emerging Market Countries: a New Data Set. IMF Working Paper. WP/06/98. April.
- Kwon, Gooheon, Lavern McFarlane and Wayne Robinson (2006). Public Debt, Money Supply and Inflation: a Cross-Country Study and Its application to Jamaica. IMF Working Paper. WP/06/121. May.

- Manasse, Paolo, Nouriel Roubini and Axel Schimmelpfenning (2003). Predicting Sovereign Debt Crises. IMF Working Paper. WP/03/221. November.
- Mendoza, Enrique G. and Marcelo Oviedo (2004). Public Debt, Fiscal Solvency and Macroeconomic Uncertainty in Latin America: the Cases of Brazil, Colombia, Costa Rica and México. NBER Working Paper Series No. 10637. July.
- Moodys.com (2006). Country Ceilings & Government Bond Ratings. Moody's Investors Service. October.
- Moodys.com (2004). Moody's Rating Symbols & Definitions. Moody's Investors Service. August.
- Moodys.com (2002). Sovereign Rating History. Moody's Investors Service. January.
- Nachegea, Jean-Claude (2005). Fiscal Dominance and Inflation in Democratic Republic of the Congo. IMF Working Paper. WP/05/221. November.
- Ramos Francia, Manuel and Alberto Torres García (2005). Reducing Inflation through Inflation Targeting: The Mexican Experience. Banco de México. DGIE. Working Paper 2005-01. July.
- Reinhart, Carmen M., Kenneth S. Rogoff and Miguel A. Savastano (2003). Debt Intolerance. National Bureau of Economic Research (NBER). Working Paper 9908.
- Reinhart, Carmen M. (2002). Default, currency crises and sovereign credit ratings. World Bank Economic Review, vol. 16 (No. 2): p.151-170.
- Rojas Sánchez, Mario Alfredo (2007). Modelos para evaluar la Sostenibilidad de la Deuda Pública. Banco Central de Costa Rica. Departamento de Investigaciones Económicas. Informe Técnico. DIE-04-2007-IT. Enero.
- Rojas Sánchez, Mario Alfredo (2004). Análisis de la Intolerancia de la Deuda Externa Costarricense. Banco Central de Costa Rica. Departamento de Investigaciones Económicas. Informe Técnico. DIE-48-2004-IT. Junio.
- Rojas Sánchez, Mario Alfredo y Manrique Saenz Castegnaro (2003). Posición Financiera Neta del Sector Público Global: Aspectos metodológicos y ejercicios de simulación. Banco Central de Costa Rica. Departamento de Investigaciones Económicas. Documento de Investigación. DIE-05-2003-DI. Junio.
- Schmidt-Hebbel, Klaus (2006). La Gran Transición de Regímenes Cambiarios y Monetarios en América Latina. Central Bank of Chile. Economic Policy Papers No. 17. September.

Standardandpoors.com (2006). Listado de Calificaciones por \_Emisor América Latina. October.

Standardandpoors.com (2006). Sovereign Ratings History Since 1975. October.

Standardandpoors.com (2003). Artículo Relacionado: Características Crediticias Soberanas por Categoría de Calificación. Noviembre.

Tornell, Aaron and Andres Velasco (1995). Fixed versus Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline? NBER Working Paper Series No. 5108. May.

Vladkiva Hollar, Ivannia (2006). Sovereign Ratings and Public Debt Structures. IMF Background. Note\_VI. March.

Williamson, John (1999). Crawling Bands or Monitoring Bands: How to Manage Exchange Rates in a World of Capital Mobility. Institute for International Economics. February.

Woodford, Michael (1998). Public Debt and the Price Level. Prepared for the Bank of England conference on Government Debt and Monetary Policy. June.

Woodford, Michael (2000). Fiscal Requirements for Price Stability. Princeton University. October.

World Bank (2006). Costa Rica: Country Economic Memorandum: The Challenges for Sustained Growth. Report No. 36180-CR. September.

World Bank (2002). Global Development Finance. CD-ROM World Development Indicators.

Zoli, Edda (2005). How Does Fiscal Policy Affect Monetary Policy in Emerging Market Countries? Bank for International Settlements. BIS Working Papers No. 174. April.

[rojassm@bccr.fi.cr](mailto:rojassm@bccr.fi.cr)



## **ANEXOS**

## ANEXO 1

### MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS

The system of rating securities was originated by John Moody in 1909. The purpose of Moody's ratings is to provide investors with a simple system of gradation by which relative creditworthiness of securities may be noted.

#### Rating Symbols

Gradations of creditworthiness are indicated by rating symbols, with each symbol representing a group in which the credit characteristics are broadly the same. There are nine symbols as shown below, from that used to designate least credit risk to that denoting greatest credit risk:

**Aaa Aa A Baa Ba B Caa Ca C**

Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa.

#### Absence of a Rating

Where no rating has been assigned or where a rating has been withdrawn, it may be for reasons unrelated to the creditworthiness of the issue.

Should no rating be assigned, the reason may be one of the following:

- An application was not received or accepted.
- The issue or issuer belongs to a group of securities or entities that are not rated as a matter of policy.
- There is a lack of essential data pertaining to the issue or issuer.
- The issue was privately placed, in which case the rating is not published in Moody's publications.

Withdrawal may occur if new and material circumstances arise, the effects of which preclude satisfactory analysis; if there is no longer available reasonable up-to-date data to permit a judgment to be formed; if a bond is called for redemption; or for other reasons.

#### Changes in Rating

The credit quality of most issuers and their obligations is not fixed and steady over a period of time, but tends to undergo change. For this reason changes in ratings occur so as to reflect variations in the intrinsic relative position of issuers and their obligations.

A change in rating may thus occur at any time in the case of an individual issue. Such rating change should serve notice that Moody's observes some alteration in creditworthiness, or that the previous rating did not fully reflect the quality of the bond as now seen. While because of their very nature, changes are to be expected more frequently among bonds of lower ratings than among bonds of higher ratings. Nevertheless, the user of bond ratings should keep close and constant check on all ratings — both high and low — to be able to note promptly any signs of change in status that may occur.

### **Limitations to Uses of Ratings<sup>36</sup>**

Obligations carrying the same rating are not claimed to be of absolutely equal credit quality. In a broad sense, they are alike in position, but since there are a limited number of rating classes used in grading thousands of bonds, the symbols cannot reflect the same shadings of risk which actually exist.

As ratings are designed exclusively for the purpose of grading obligations according to their credit quality, they should not be used alone as a basis for investment operations. For example, they have no value in forecasting the direction of future trends of market price. Market price movements in bonds are influenced not only by the credit quality of individual issues but also by changes in money rates and general economic trends, as well as by the length of maturity, etc. During its life even the highest rated bond may have wide price movements, while its high rating status remains unchanged.

The matter of market price has no bearing whatsoever on the determination of ratings, which are not to be construed as recommendations with respect to "attractiveness". The attractiveness of a given bond may depend on its yield, its maturity date or other factors for which the investor may search, as well as on its credit quality, the only characteristic to which the rating refers.

Since ratings involve judgments about the future, on the one hand, and since they are used by investors as a means of protection, on the other, the effort is made when assigning ratings to look at "worst" possibilities in the "visible" future, rather than solely at the past record and the status of the present. Therefore, investors using the rating should not expect to find in them a reflection of statistical factors alone, since they are an appraisal of long-term risks, including the recognition of many non-statistical factors.

Though ratings may be used by the banking authorities to classify bonds in their bank examination procedure, Moody's ratings are not made with these bank regulations in mind. Moody's Investors Service's own judgment as to the desirability or non-desirability of a bond for bank investment purposes is not indicated by Moody's ratings.

---

<sup>36</sup> 1. As set forth more fully on the copyright, credit ratings are, and must be construed solely as, statements of opinion and not statements of fact or recommendations to purchase, sell or hold any securities. Each rating or other opinion must be weighed solely as one factor in any investment decision made by or on behalf of any user of the information, and each such user must accordingly make its own study and evaluation of each security and of each issuer and guarantor of, and each provider of credit support for, each security that it may consider purchasing, selling or holding.

Moody's ratings represent the opinion of Moody's Investors Service as to the relative creditworthiness of securities. As such, they should be used in conjunction with the descriptions and statistics appearing in Moody's publications. Reference should be made to these statements for information regarding the issuer. Moody's ratings are not commercial credit ratings. In no case is default or receivership to be imputed unless expressly stated.

### Long-Term Obligation Ratings

Moody's long-term obligation ratings are opinions of the relative credit risk of fixed-income obligations with an original maturity of one year or more. They address the possibility that a financial obligation will not be honored as promised. Such ratings reflect both the likelihood of default and any financial loss suffered in the event of default.

#### Moody's Long-Term Rating Definitions:

<b>Aaa</b> Obligations rated Aaa are judged to be of the highest quality, with minimal credit risk.
<b>Aa</b> Obligations rated Aa are judged to be of high quality and are subject to very low credit risk.
<b>A</b> Obligations rated A are considered upper-medium grade and are subject to low credit risk.
<b>Baa</b> Obligations rated Baa are subject to moderate credit risk. They are considered medium-grade and as such may possess certain speculative characteristics.
<b>Ba</b> Obligations rated Ba are judged to have speculative elements and are subject to substantial credit risk.
<b>B</b> Obligations rated B are considered speculative and are subject to high credit risk.
<b>Caa</b> Obligations rated Caa are judged to be of poor standing and are subject to very high credit risk.
<b>Ca</b> Obligations rated Ca are highly speculative and are likely in, or very near, default, with some prospect of recovery of principal and interest.
<b>C</b> Obligations rated C are the lowest rated class of bonds and are typically in default, with little prospect for recovery of principal or interest.

**Note:** Moody's appends numerical modifiers 1, 2, and 3 to each generic rating classification from Aa through Caa. The modifier 1 indicates that the obligation ranks in the higher end of its generic rating category; the modifier 2 indicates a mid-range ranking; and the modifier 3 indicates a ranking in the lower end of that generic rating category.

### Medium-Term Note Ratings

Moody's assigns long-term ratings to individual debt securities issued from medium-term note (MTN) programs, in addition to indicating ratings to MTN programs themselves. Notes issued under MTN programs with such indicated ratings are rated at issuance at the rating applicable to all pari passu notes issued under the same program, at the program's relevant indicated rating, provided such notes do not exhibit any of the characteristics listed below:

- Notes containing features that link interest or principal to the credit performance of any third party or parties
- Notes allowing for negative coupons, or negative principal
- Notes containing any provision that could obligate the investor to make any additional payments
- Notes containing provisions that subordinate the claim.
- 

For notes with any of these characteristics, the rating of the individual note may differ from the indicated rating of the program.

Market participants must determine whether any particular note is rated, and if so, at what rating level. Moody's encourages market participants to contact Moody's Ratings Desks or visit [www.moodys.com](http://www.moodys.com) directly if they have questions regarding ratings for specific notes issued under a medium-term note program. Unrated notes issued under an MTN program may be assigned an NR symbol.

### Short-Term Ratings

Moody's short-term ratings are opinions of the ability of issuers to honor short-term financial obligations. Ratings may be assigned to issuers, short-term programs or to individual short-term debt instruments. Such obligations generally have an original maturity not exceeding thirteen months, unless explicitly noted.

Moody's employs the following designations to indicate the relative repayment ability of rated issuers:

<b>P-1</b> Issuers (or supporting institutions) rated Prime-1 have a superior ability to repay short-term debt obligations.
<b>P-2</b> Issuers (or supporting institutions) rated Prime-2 have a strong ability to repay short-term debt obligations.
<b>P-3</b> Issuers (or supporting institutions) rated Prime-3 have an acceptable ability to repay short-term obligations.
<b>NP</b> Issuers (or supporting institutions) rated Not Prime do not fall within any of the Prime rating categories.

**Note:** Canadian issuers rated P-1 or P-2 have their short-term ratings enhanced by the senior-most long-term rating of the issuer, its guarantor or support-provider.

### Issuer Ratings

Issuer Ratings are opinions of the ability of entities to honor senior unsecured financial obligations and contracts. Moody's rating symbols for Issuer Ratings are identical to those used to indicate the credit quality of long-term obligations.

### **Counterparty Ratings**

Issuer ratings assigned to derivative product companies and clearinghouses are opinions of the financial capacity of an obligor to honor its senior obligations under financial contracts, given appropriate documentation and authorizations.

## ANEXO 2

### STANDARD & POOR'S

#### Características crediticias soberanas por categoría de calificación<sup>37</sup>

Los perfiles soberanos según la categoría de calificación muestran cómo se combinan los diversos componentes de los criterios de calificaciones soberanas de Standard & Poor's para la asignación de calificaciones. Una calificación soberana refleja la opinión de Standard & Poor's respecto de la voluntad y capacidad del gobierno soberano para honrar sus obligaciones financieras comerciales en tiempo y forma. Las características enunciadas son un resumen y no representan una lista de control, pudiendo exhibir los gobiernos soberanos en cualquier categoría de calificación ciertas características más comunes en gobiernos con una calificación mayor o menor. Las variaciones de un gobierno soberano en particular en relación con el perfil descrito están también en función de la naturaleza prospectiva del proceso de calificación. En un análisis soberano, Standard & Poor's observa las tendencias y vulnerabilidad a shocks potenciales en una amplia gama de factores políticos y económicos, y analiza hechos con indicadores cuantitativos y cualitativos. (Standard & Poor's tiene calificaciones públicas de aproximadamente 100 gobiernos soberanos.

#### Gobiernos soberanos con calificación 'AAA'

Los gobiernos soberanos a los que se les asigna la mayor calificación de Standard & Poor's - 'AAA' - cuentan por lo general con instituciones políticas sólidas (incluyendo derechos de propiedad bien establecidos y un marco judicial efectivo), y con sistemas políticos adaptables. Los gobiernos soberanos con una calificación 'AAA' tienen apertura comercial y financiera, lo que facilita la competencia y la especialización y permite un uso eficiente de los recursos. La estabilidad macroeconómica de estos gobiernos evita desequilibrios desestabilizadores y brinda un entorno propicio para la inversión.

Gran parte de los países más industrializados del mundo cuenta con gobiernos con una calificación 'AAA' (Estados Unidos, el Reino Unido, la República Federal de Alemania, y la República de Francia), al igual que unos pocos países más pequeños con atributos específicos que sustentan su fortaleza (El Gran Ducado de Luxemburgo, Holanda, El Reino de Noruega, la República de Singapur, y la Confederación Suiza).

Las características de los gobiernos soberanos con una calificación 'AAA' incluyen:

- Instituciones políticas estables, transparentes y responsables.
- Flexibilidad para responder relativamente rápido, y sin trastornos significativos, a los cambios en las circunstancias económicas y políticas.
- Apertura comercial e integración al sistema financiero mundial.
- Una economía próspera, diversificada y con capacidad de recuperación, con un elevado ingreso per cápita.

<sup>37</sup> Marie Cavanaugh, Nueva York (1) 212-438-7343 Publication Date: Nov 19, 2003 12:00 AM EST

- Un sector público eficiente con políticas fiscales contracíclicas, bajos déficit, y deuda del gobierno principalmente en moneda local.
- Un banco central independiente con políticas monetaria y cambiaria sustentables; una moneda internacional; bajo nivel de inflación.
- Un sector financiero y mercados de capitales sólidos, diversificados y bien regulados.
- Amplia liquidez externa y bajo nivel de deuda externa.

### **Gobiernos soberanos con calificación ‘AA’**

Los gobiernos soberanos con una calificación ‘AA’ cuentan con una capacidad de servicio de deuda en tiempo y forma sumamente sólida, y sus características son similares a las de los gobiernos calificados ‘AAA’, estribando las diferencias sólo en una cuestión de grado. Por lo tanto, sus economías son levemente más vulnerables a influencias externas adversas, los déficit fiscales tienden a ser más variables, y la deuda gubernamental y externa por lo general es más elevada. Entre los temas que presentan más desafíos se hallan la reforma del sistema de pensiones y la flexibilidad del mercado laboral.

Las características de los gobiernos soberanos calificados ‘AA’ incluyen:

- Instituciones políticas estables, transparentes y responsables.
- Flexibilidad para responder relativamente rápido, y sin trastornos significativos, a los cambios en las circunstancias económicas y políticas.
- Apertura comercial e integración al sistema financiero mundial.
- Una economía próspera, pero levemente más vulnerable a influencias externas adversas que la de los gobiernos soberanos con una calificación ‘AAA’.
- Un sector público eficiente con políticas fiscales contracíclicas, déficit variable, y deuda del gobierno mayormente en moneda local.
- Un banco central independiente con políticas monetaria y cambiaria sustentables; bajo nivel de inflación.
- Un sector financiero y mercados de capitales diversificados y bien regulados
- Bajos requerimientos de financiamiento externo de los sectores público y privado en relación con las reservas utilizables: modesto nivel de deuda externa.

### **Gobiernos soberanos con calificación ‘A’**

Para los gobiernos soberanos calificados con ‘A’, las calificaciones tienden a verse limitadas por vulnerabilidades asociadas con la etapa de desarrollo de dicho gobierno, una base económica estrecha, necesidad de reestructuración, y/o situación política. Este grupo diverso de países ha contado, en su mayor parte, con un desarrollo y diversificación económica relativamente rápida en los últimos años, debido al éxito obtenido en la liberalización económica. Para muchos de estos gobiernos, ciertos indicadores macroeconómicos, fiscales y externos pueden ser tan sólidos o aún más que los de gobiernos con una calificación ‘AA’. Sin embargo, sus vulnerabilidades



mantienen a las calificaciones por debajo de lo que un enfoque puramente cuantitativo sugeriría.

Las características de los gobiernos soberanos calificados 'A' incluyen:

- Instituciones políticas que evolucionan hacia un creciente nivel de responsabilidad y formas de gobierno más estables y transparentes; cierto riesgo geopolítico potencial.
- Apertura comercial e integración al sistema financiero mundial.
- Una economía menos diversificada que la de los gobiernos calificados con 'AA', pero con políticas económicas por lo general cautelosas, flexibles y orientadas al mercado.
- Rápida tendencia de crecimiento de la producción y el PIB per cápita, lo que refleja un avance en la reestructuración económica.
- Un sector público bastante eficiente con un déficit fiscales moderados; un mercado de deuda local menos desarrollado que puede requerir endeudamiento externo.
- Un banco central relativamente independiente con políticas monetaria y cambiaria sustentables, pero con una flexibilidad más limitada que la de gobiernos con una calificación mayor; moderado nivel de inflación.
- Un sector financiero bien regulado, posiblemente con ciertos desafíos y mercados de capitales en desarrollo.
- Modestos requerimientos de financiamiento externo de los sectores público y privado en relación con las reservas utilizables; moderado nivel de deuda externa.

### **Gobiernos soberanos con calificación 'BBB'**

El rango de calificación 'BBB' es el más bajo dentro de lo que la comunidad de inversión en general denomina categoría de grado de inversión. En opinión de Standard & Poor's, el resguardo que respalda el pago de servicio de deuda en tiempo y forma no es tan amplio como el de los niveles de calificación superiores. Los factores políticos tienen un rol más importante que en los niveles superiores, pero los programas económicos ortodoxos orientados al mercado se hallan bien establecidos en términos generales. Los gobiernos soberanos con una calificación 'BBB' tienden ser los más inmersos en reformas y liberalización económica (al igual que muchos gobiernos con una calificación más baja), y se encuentran en una etapa anterior del proceso de reforma en comparación con los gobiernos con una calificación superior. El PIB per cápita promedio es de aproximadamente US\$5,000, muy inferior al promedio de US\$11,000 de la categoría 'A'. El nivel de deuda puede ser elevado, y existen probabilidades de una mayor dependencia de deuda de corto plazo y deuda indexada a, o denominada en, moneda extranjera, que en comparación con los niveles de calificación superiores. Los mercados de capital están menos desarrollados y el sector financiero puede ser pequeño y/o estar afectado por un débil desempeño económico y una supervisión defectuosa.

Las características de los gobiernos soberanos calificados ‘BBB’ incluyen:

- Instituciones políticas menos transparentes; el sistema puede encontrarse en proceso de transición o sucesión potencialmente divisivo, posible riesgo geopolítico y presiones sociales.
- Apertura comercial e integración al sistema financiero mundial.
- Economía menos próspera que la de gobiernos con una mayor calificación, con más vulnerabilidad a los shocks políticos y externos.
- Historial de desempeño económico satisfactorio en condiciones externas adversas y un sólido respaldo a programas económicos orientados al mercado; reforma en marcha dirigida a lograr una mayor competitividad, transparencia y flexibilidad.
- Flexibilidad limitada en los ingresos y gastos del gobierno por el elevado nivel de impuestos/ comisiones, dificultades de recaudación, y presiones de gasto; mayor necesidad de endeudamiento externo que en los gobiernos con calificaciones superiores.
- Un banco central relativamente independiente con políticas monetaria y cambiaria sustentables, pero con una orientación al mercado limitada por el bajo desarrollo de los mercados financieros.
- Un sector financiero en desarrollo, con problemas potenciales que generan un significativo pasivo contingente para el gobierno.
- Significativas exigencias de financiamiento externo de los sectores público y privado en relación con las reservas utilizables; moderado a elevado nivel de deuda externa.

### **Gobiernos soberanos con calificación ‘BB’**

El rango de calificación ‘BB’, el más alto en lo que suele denominarse la categoría de grado especulativo, refleja un riesgo político significativamente mayor, con factores políticos que puedan afectar la política económica. El ingreso es de bajo a moderado, y la falta de diversidad e impedimentos estructurales pueden limitar el crecimiento económico. Al igual que en los niveles superiores, el banco central adopta políticas monetarias y cambiarias sustentables, pero la política orientada al mercado no se halla bien desarrollada. El sector financiero probablemente se vea bajo estrés cuando el crecimiento económico se desacelere, y los mercados de capitales cuentan con un historial breve. La deuda y el servicio de deuda son por lo general elevados y variables.

Las características de los gobiernos soberanos calificados ‘BB’ incluyen:

- Los factores políticos son fuente de cierta incertidumbre, con instituciones menos transparentes y un proceso menos abierto que en las calificaciones más altas; posible riesgo político y presiones sociales.
- Apertura comercial y creciente integración al sistema financiero mundial, aunque posiblemente con más restricciones que en los niveles de calificación superiores.
- Una economía de ingresos bajos a moderados, con un desempeño económico variable y vulnerabilidad a influencias políticas y externas adversas.

- Una economía no muy bien diversificada o que padece de impedimentos estructurales para crecer; amplia disparidad de los ingresos.
- Flexibilidad limitada en los ingresos y gastos del gobierno por el elevado nivel de impuestos/ tarifas, dificultades en la recaudación, y presiones del gasto; ausencia de controles de capital, las tendencias de la deuda no oficial suelen ser de corto plazo y denominadas o vinculadas a moneda extranjera.
- Un banco central con políticas monetaria y cambiaria sustentables, pero con mayor dependencia de los medios directos que en los niveles de calificación superiores; inflación variable.
- El sector financiero sufre presión al desacelerarse el crecimiento económico, con posibles problemas que crean un pasivo contingente significativo para el gobierno.
- Grandes exigencias de financiamiento externo de los sectores público y privado en relación con las reservas utilizables: un moderado a elevado nivel de deuda externa.

### **Gobiernos soberanos con calificación ‘B’**

En el rango de calificación ‘B’, los factores políticos tienden a ser una fuente de incertidumbre cuando el entorno económico se deteriora. Por lo general las políticas económicas ortodoxas no están bien establecidas. Gran parte del sector privado puede depender de la protección del gobierno. Los sectores financieros tienden a ser débiles. Al no existir controles de capital, la deuda no oficial suele ser de corto plazo y denominada o vinculada a una moneda extranjera. La limitada base económica, los desequilibrios fiscales, y/o los poco activos mercados de capitales limitan la flexibilidad del banco central. El pago del servicio de la deuda en tiempo y forma es vulnerable a influencias externas adversas mientras que los ingresos son bajos a moderados, y los déficit fiscales, el nivel de inflación y el endeudamiento externo tienden a ser elevados.

Las características de los gobiernos soberanos calificados ‘B’ incluyen:

- Los factores políticos son una fuente de incertidumbre, con cambios en el gobierno que a veces conducen a trastornos en las políticas económicas; las instituciones son menos abiertas y efectivas que en niveles de calificación superiores; posible riesgo geopolítico y presiones sociales.
- Apertura comercial, pero la integración al sistema financiero mundial es débil y está sujeta a circunstancias cambiantes.
- Una economía de ingresos bajos a moderados, con un desempeño económico variable y vulnerabilidad a influencias políticas y externas adversas.
- Una economía no muy bien diversificada o que padece de impedimentos estructurales para crecer; el sector privado se encuentra menos desarrollado y depende a veces de la protección/ respaldo del gobierno; amplia disparidad en los ingresos.
- Los esfuerzos de estabilización macroeconómica pueden no haberse visto sometidos a prueba; la flexibilidad en los ingresos y gastos del gobierno es limitada por el elevado nivel de impuestos/ tarifas, dificultades en la recaudación,

y presiones del gasto; ausencia de controles de capital, la deuda no oficial tiende a ser de corto plazo y denominadas o vinculadas a moneda extranjera.

- Un banco central limitado por problemas estructurales o desequilibrios fiscales y mercados de deuda no profundos; nivel de inflación variable y a veces elevado.
- Un sector financiero subdesarrollado, lo que posiblemente genera un pasivo contingente significativo para el gobierno.
- Muy grandes requerimientos de financiamiento externo tanto del sector público como privado en relación con las reservas utilizables: un moderado a elevado nivel de deuda externa.

### **Gobiernos soberanos con calificación ‘CCC’ o menor**

Por debajo de la categoría ‘B’, en ‘CCC’ o ‘CC’, existe un claro peligro de incumplimiento de pago. Los gobiernos pueden haber ya incumplido con ciertos pagos de deuda con acreedores bilaterales oficiales, y estar atravesando un proceso de renegociación con el Club de París. Existe significativa inestabilidad económica y quizás política. La moneda se debilita, la inflación va en ascenso y el nivel del servicio de la deuda de corto plazo presenta grandes desafíos. En el nivel de ‘Incumplimiento Selectivo’ (‘SD’), ya ha existido falta de pago de deuda o una oferta de canje forzoso de deuda con bancos comerciales y/o tenedores de bonos.

Las características de los gobiernos soberanos con una calificación ‘CCC’ o menor incluyen:

- Peligro claro y existente de incumplimiento de pago.
- Posibles incumplimientos de pago de deuda con organismos bilaterales (y otras clases de deuda, en el caso de la categoría ‘SD’).
- Instituciones políticas relativamente débiles y un entorno político incierto, con divisiones internas potencialmente difíciles y riesgo geopolítico.
- Pronunciada depreciación de la moneda y elevada inflación, posiblemente hiperinflación.
- Elevado nivel de deuda fiscal y externa, con un significativo nivel de servicio de deuda en el corto plazo.
- Débil sector financiero y pronunciada escasez de crédito.

### **Seguimiento y cambios de calificación**

Si bien Standard & Poor’s tiene la política de revisar formalmente cada gobierno soberano al menos una vez por año, el énfasis está puesto en “al menos”. El analista principal se pone en contacto con los emisores del gobierno soberano de los que es responsable regularmente vía telefónica o correo electrónico. En la mayoría de los países, el ministerio de finanzas y el banco central muestran un gran caudal de información en Internet, al igual que observadores externos. Esto facilita el proceso por medio del cual el equipo analítico hace un seguimiento de los sucesos económicos y políticos. Se mantienen reuniones en el país que se analiza al menos una vez por año, además de reuniones con funcionarios de dicho país cuando visitan las oficinas de Standard &

Poor's o reuniones con bancos de desarrollo. La información recabada a partir de estas fuentes puede ser la base para una reunión de comité siempre que se considere necesario.

En sus calificaciones soberanas, Standard & Poor's analiza los ciclos económicos, de commodities, y políticos. Los cambios de calificaciones tienen lugar siempre que el punto de vista de Standard & Poor's con respecto a probables hechos futuros se vea influido por nueva información. Esto es por lo general resultado de la respuesta política o que el grado de latitud en un área determinada sea distinto de lo que se esperaba. Para los gobiernos, una de las lecciones de los últimos años es que un factor clave es una fuerte respuesta a las políticas que identifique y aborde las fuentes de inestabilidad. Independientemente de que el problema sea un sector bancario débil, corporaciones con un excesivo nivel de endeudamiento, regímenes cambiarios inflexibles o altos desequilibrios fiscales, una fuerte respuesta política es crucial para el fortalecimiento del entorno económico y la calidad crediticia soberana.

## ANEXO 3

**Institutional Investor Rating (IIR)  
para medir intolerancia de la deuda externa**

El concepto de la intolerancia de la deuda (ID) fue introducido en un estudio realizado por Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff y Miguel A. Savastano<sup>38</sup>, para demostrar como los umbrales de deuda externa<sup>39</sup> seguros para las economías emergentes altamente intolerantes, es relativamente bajo en términos del ingreso nacional bruto (entre 15% y 20% en la mayoría de los casos) y que estos umbrales dependen de manera importante, entre otras cosas, de los acontecimientos históricos de alta inflación y crisis de deuda que hayan experimentado estos países. Señalan que los países intolerantes de deuda tienden a presentar debilidades institucionales, problemas fiscales recurrentes y sistemas financieros débiles, de tal manera, que las mismas crisis tienden a exacerbar estos problemas y hacer estos países más propensos a futuras crisis o procesos de reestructuración de deuda.

Concretamente, en esa investigación los autores trabajan con una muestra de datos de panel de 53 países, tanto desarrollados como economías emergentes, el cual dividen de acuerdo al nivel de calificación de riesgo soberano de cada país (Institutional Investor Ratings -IIR<sup>40</sup>) para determinar zonas de intolerancia de la deuda externa total. Dado que los principales componentes de ID, son el IIR y las razones de deuda externa a ingreso nacional bruto, los autores utilizan un algoritmo en dos etapas para definir clubes de países y zonas de intolerancia de deuda.

- **Primera etapa:** calculan el valor promedio de IIR (45,9) y la desviación estándar (21,8) de los 53 países del panel, para el periodo 1979 a 2000 y, utilizan esta información para dividir los países en tres clubes.
- ✓ **Club A:** incluye los países cuyo IIR promedio es mayor o igual a 67,7 (promedio más una desviación estándar). Los miembros de este club son esencialmente las economías avanzadas, que gozan de un acceso continuo a los mercados de capitales. Dado que en su historia no se registran crisis ni procesos de reestructuración de sus deudas, estos países se consideran los menos intolerantes de deuda.

---

<sup>38</sup>Reinhart, Carmen et al.: "Debt Intolerance". NBER Working Paper Series No. 9908. August, 2003. ([www.nber.org/papers/w9908](http://www.nber.org/papers/w9908))

<sup>39</sup> El caso de la deuda interna no se profundiza debido a que no se disponía de toda la información necesaria para todos los países, aunque si hacen algunas inferencias a partir de los resultados obtenidos con la medición de la intolerancia de deuda externa.

<sup>40</sup> Este indicador de riesgo de la deuda soberana se publica en los meses de marzo y setiembre de cada año, en la revista Institutional Investor (Credit Risk Ratings), cuyo cálculo se basa en la información provista por al menos 75.100 analistas económicos y de riesgo soberano de los bancos externos líderes y compañías de seguros. La escala de calificación varía de 0 a 100, donde 100 representa el menor riesgo de crisis de deuda (default).

- ✓ **Club B<sup>41</sup>**: incluye los países cuyo IIR promedio es mayor a 24,2 pero menor que 67,7 y de hecho es este grupo el principal foco del análisis de ese estudio. Los miembros de este club ocupan la zona de “**indeterminación**” del modelo teórico de deuda, ya que el riesgo de crisis o reestructuración de deuda es no trivial.
- ✓ **Club C**: incluye los países cuyo IIR promedio está por debajo 24,2 (promedio menos una desviación estándar). Este club incluye los países más intolerantes, los cuales solo esporádicamente tienen oportunidades de financiamiento en los mercados de capitales externos y su fuente primaria de financiamiento externo son las transferencias y préstamos oficiales.
- **Segunda etapa**: se subdivide el **Club B**, en cuatro zonas de intolerancia, que van desde la menos intolerante (**I**) hasta la más intolerante (**IV**). En esta etapa, no solo interviene el nivel promedio de IIR sino que además se define un umbral<sup>42</sup> para la razón de deuda externa equivalente a 35%<sup>43</sup> del ingreso nacional bruto. En el siguiente cuadro 8, se presentan con mayor detalle las zonas de intolerancia de deuda del **Club B**, siendo la IV la región de mayor ID porque fácilmente pueden pasar al club C y perder el acceso al financiamiento externo<sup>44</sup>.

<sup>41</sup> Costa Rica quedó incluido en este grupo por que su IIR promedio era de 28.3 y su nivel promedio de deuda externa (DX\_GNI) de 75,6% (zona IV).

<sup>42</sup> Para determinar este valor, se excluyen del grupo las economías más avanzadas (club A) y los países de más bajo ingresos con casi ningún acceso a los mercados de capitales y, a partir de una distribución de frecuencias determinan que más del 50% de los países con historias de al menos un evento de crisis o reestructuración de deuda externa o altas inflaciones, tenían razones de DX\_GNI menores a 35%.

<sup>43</sup> En un estudio del Fondo Monetario Internacional de junio de 2003, identifican zonas de peligro a partir de la distribución de frecuencias de los niveles de deuda soberana a los cuales se registraron crisis de deuda y logran determinar que más del 50% de las crisis de deuda soberana ocurrieron a niveles de deuda externa (pública) con respecto al PIB inferiores a 40%. Sin embargo, lo anterior no implica que países con razones de deuda superiores a 40% puedan necesariamente tener una crisis, ya que la probabilidad condicional de una crisis es de 15% a 20%. Es decir, la probabilidad de no tener una crisis es de 80%, aun en países con razones superiores a 40% del PIB.

<sup>44</sup> Por ejemplo, Argentina a inicios del 2000 mostraba niveles de IIR de 43 y DX\_PIB=51%, con lo cual era un país de la región IV. Pero en setiembre de 2002 su IIR cayó a 15.8, con lo cual el país pasó al club C.

CUADRO 8: CLUBS Y ZONAS DE INTOLERANCIA DE DEUDA EXTERNA

CLUB	ZONA	IIR */	DX / GNI	CARACTERISTICA
A		IIR >= 67.7		Acceso continuo a los mercados de capitales (Países menos intolerantes)
B	I	45.9 <= IIR < 67.7	DX_GNI < 35	Acceso ocasional a los mercados de capitales (Países menos intolerantes)
	II	45.9 <= IIR < 67.7	DX_GNI >= 35	Acceso ocasional a los mercados de capitales (Países cuasi intolerantes)
	III	24.2 < IIR <= 45.9	DX_GNI < 35	Acceso ocasional a los mercados de capitales (Países cuasi intolerantes)
	IV	24.2 < IIR <= 45.9	DX_GNI >= 35	Acceso ocasional a los mercados de capitales (Países más intolerantes)
C		IIR <= 24.2		Sin acceso a los mercados de capitales (Países más intolerantes)

\*/ Valor medio de Institutional Investor Ratings, para el periodo 1979 - 2000

A partir de esta clasificación los autores se enfocan principalmente, en las historias de crisis de deuda y alta inflación de los países del club B, para ilustrar como pueden moverse de una zona de ID a otra, a través del tiempo.