

# **Calificaciones de crédito y riesgo país**

Por: **Jorge Morales y Pedro Tuesta** <sup>1</sup>

En agosto de 1997, la empresa Moody's ratificó la calificación de B2 al Perú, mientras que en diciembre de 1997, la empresa Standard & Poor's calificó a las deudas soberanas peruanas en moneda extranjera como "BB", es decir tres escalas por encima de la calificación otorgada por Moody's. El 13 de febrero de 1998, esta última empresa mejoró su opinión sobre las perspectivas de la economía peruana calificándolas de "positivas", en lugar de "neutrales", y un mes después anunció que calificaría nuevamente al Perú.

En general existe descontento respecto tanto al método de calificación cuanto a la lentitud con la que las calificaciones reflejan las mejoras en las economías de un país. **El propósito de este trabajo es el de clarificar los conceptos utilizados en las calificaciones de riesgo de un país así como analizar críticamente las metodologías utilizadas por las empresas especializadas más importantes.**

El trabajo se divide en cinco capítulos. El primero se centra en las definiciones de riesgo; el segundo se ocupa de los métodos de calificación de riesgo y los enfoques teóricos subyacentes; en el tercero se analiza el comportamiento de las agencias calificadoras de riesgo; el cuarto capítulo, se aboca a las calificaciones de algunas empresas especializadas y brinda información relevante para un ejercicio de calificación de riesgo del Perú y, finalmente se presenta las conclusiones del trabajo.

## **I. Definiciones de riesgo**

En las operaciones financieras y de inversión en el ámbito internacional existe diversidad de factores o riesgos que afectan la percepción de rentabilidad y seguridad. El "riesgo" puede estar asociado al tipo de deudor (soberano o no soberano), al tipo de riesgo (político, financiero o económico), o a la posibilidad del repago (libertad de transferencia de divisas, voluntad de cumplimiento y ejecución del pago). El objetivo de este capítulo es dar las pautas para distinguir entre "riesgo país", "riesgo soberano", "riesgo comercial" y "riesgo crediticio".

### **Riesgo país, riesgo soberano y riesgo no soberano**

Nagy (1979) define "riesgo país" como la exposición a dificultades de repago en una operación de endeudamiento con acreedores extranjeros o con deuda emitida fuera del país de origen. El "riesgo país" califica a todos los deudores del país, sean éstos públicos o privados. El "riesgo soberano" es un subconjunto del riesgo país y califica a las deudas garantizadas por el gobierno o un agente del gobierno. El "**riesgo no soberano**" es, por excepción, la calificación asignada a las deudas de las corporaciones o empresas privadas.

Sin embargo, Hefferman (1986) y Ciarrapico (1992) consideran "riesgo país" y "riesgo soberano" como sinónimos. En su opinión, riesgo país y riesgo soberano se refieren al riesgo que proviene de préstamos o deudas públicamente garantizadas por el gobierno o tomadas directamente por el gobierno o agentes del gobierno. En general, el "riesgo país"

---

<sup>1</sup> / Departamento de Análisis del Sector Externo de la Gerencia de Estudios Económicos. Las opiniones expresadas por los autores no necesariamente reflejan los puntos de vista del Banco Central de Reserva del Perú.

trata de medir la probabilidad de que un país sea incapaz de cumplir con sus obligaciones financieras en materia de deuda externa, esto puede ocurrir por repudio de deudas, atrasos, moratorias, renegociaciones forzadas, o por “atrasos técnicos”<sup>2</sup>.

### **Riesgo país, riesgo comercial y riesgo crediticio<sup>3</sup>**

El “riesgo país” está referido al país en su conjunto. El “**riesgo comercial**” corresponde al riesgo que surge por alguna transacción o actividad comercial (de intercambio de bienes y servicios, emisión de deuda o inversión) o por operaciones fuera del país deudor. El “riesgo comercial” está asociado a las acciones del sector privado que pueden elevar la exposición o la probabilidad de una pérdida. Algunos autores como De Boysson (1997) denominan “riesgo comercial” como “riesgo mercado”.

El “**riesgo crediticio**” es el riesgo proveniente de actividades crediticias y evalúa la probabilidad de incumplimiento en los compromisos de una deuda. Para un banco, el “riesgo crediticio” es una parte importante en la evaluación de su “riesgo comercial”. En este sentido, los bancos (o acreedores) están interesados en aislar y reducir su exposición al riesgo y, por lo tanto, en calificarlo. En este contexto, entre los 70’s y 80’s se hace extensivo el análisis sistemático del riesgo país y/o del riesgo crediticio. En el Capítulo II trataremos el análisis de las metodologías de calificación de riesgo<sup>4</sup>.

### **Riesgo político, riesgo financiero y riesgo económico**

No existe un consenso claro sobre los componentes en la evaluación del riesgo país. Así, Herring (1983) considera que el riesgo país se descompone en riesgo político, económico, social y cultural, mientras que Erb, Harvey y Viskanta (1996), siguiendo la metodología del “International Country Risk Guide”, consideran que el riesgo país se constituye por riesgo político, financiero y económico. De otro lado, Kobrin (1982) y Overholt (1982) consideran que existe una estrecha interrelación entre el riesgo político y económico por lo que su trato diferencial no debería realizarse.

Sobre el particular Simon (1992) define “riesgo político” como el desarrollo de aspectos políticos y sociales que puedan afectar la posibilidad de repatriación de inversión extranjera o el repago de deuda externa. Demirag y Goddard (1994) añaden a esta definición el componente de interferencia por parte del gobierno que podrían afectar la rentabilidad o estabilidad de la inversión extranjera o el pago de la deuda externa. En términos generales, el riesgo político se asocia a la inestabilidad política<sup>5</sup> y a la voluntad de pago (*willingness to pay*) por parte del gobierno (o de la autoridad responsable).

Según la metodología del International Country Risk Guide, el riesgo financiero y el riesgo económico están asociados a la capacidad de pago del país. El “**riesgo financiero**” evalúa el riesgo al que están expuestos por potenciales pérdidas ante controles de cambios, expropiaciones, repudios y atrasos de deudas, o por problemas operativos en el procedimiento de pagos por el sistema financiero local. El “**riesgo económico**” se refiere a la

---

2 / En esta categoría se podría incluir los atrasos producidos por ineficiencias en la transferencia de fondos o por demoras burocráticas, entre otros.

3 / Para este acápite se han tomado los conceptos presentado en Murinde (1996).

4 / Los bancos centrales, por su parte, están interesado en saber si el sistema financiero es seguro y solvente. Sobre este punto se podrían utilizar las metodologías propuestas en Paroush (1992) y Jorion (1997), entre otras.

5 / Esto se refiere tanto a la inestabilidad de las medidas políticas, cuanto a la inestabilidad del gobierno en el poder.

posibilidad de incumplimiento debido al debilitamiento de la economía del país tanto en el campo externo como en el campo interno.

### **Riesgo de transferencia, riesgo de pago y riesgo de ejecución<sup>6</sup>**

La calificación del “riesgo país” también está asociado al sistema cambiario, a los controles sobre los flujos de capitales y marco legal y operativo que haga viable la posibilidad del repago de deuda o a la repatriación de inversiones. En este campo podemos distinguir tres tipos de riesgo: el riesgo en la transferencia, el riesgo en el pago y el riesgo en la ejecución. La definición de estos tipos de riesgo se encuentra en el Cuadro 1.

**Cuadro 1**  
**Riesgo de transferencia, riesgo de pago y riesgo de ejecución**

<b>Riesgo de transferencia</b>	<b>Riesgo de pago</b>	<b>Riesgo de ejecución</b>
El “ <b>riesgo de transferencia</b> ” o el riesgo de que por una disposición legal efectiva no se permita la remesa de divisas para el pago de deudas o para la repatriación de capitales. Este tipo de riesgo limita la transferencia de activos hacia el exterior y es un riesgo que se origina por la relativa poca disponibilidad de divisas. Para evaluar este tipo de riesgo se analizan las cuentas externas del país y los precedentes legales sobre el particular.	En el “ <b>riesgo de pago</b> ” no existe una disposición formal que prohíba la transferencia de activos hacia el exterior, sino que el estado de las cuentas fiscales (o de las corporaciones) no permiten destinar recursos para el pago de obligaciones con el exterior presentándose dificultades para el cumplimiento oportuno de estas deudas. Esto puede ocurrir por un fuerte shock externo o por el desorden económico que conduzca a la insolvencia del gobierno (o de la corporación). El incumplimiento e insolvencia por parte del gobierno puede provocar un “efecto contagio” en otros sectores de la economía, e incluso en otros países.	El “ <b>riesgo en la ejecución</b> ” se refiere a las posibles pérdidas por dificultades en el procedimiento de pago. Este riesgo puede ser ocasionado por problemas técnicos (dificultades en la transferencia de datos, infraestructura obsoleta), aspectos sociales (huelgas, feriados laborales), marco político (licencias burocráticas, cambio abrupto en los impuestos, congelamiento de contratos, nacionalizaciones) y contexto geopolítico (embargo, conflictos internacionales), entre otros. En muchos casos puede ocurrir un atraso de días (o minutos) en la ejecución de un pago, pero que pueden anular la posibilidad de una ventaja económica.

## **II. Enfoques teóricos y métodos de calificación de riesgo**

El análisis del riesgo país es tan antiguo como las operaciones de endeudamiento o inversión internacionales que se llevaron a cabo entre las Ciudades-Estado del Mar Mediterráneo. En el Mundo Moderno, las empresas calificadoras de riesgo existen en Estados Unidos desde principios del siglo XX<sup>7</sup>, pero es a partir de la década de los 70’s en que este rubro se torna bastante activo e importante. Esto se debe a la mayor participación de las empresas y gobiernos en operaciones financieras internacionales. A partir de ello empiezan a desarrollarse una serie de modelos teóricos y técnicas para evaluar sistemáticamente el riesgo asociado a operaciones financieras o de inversión. En las siguientes líneas detallaremos los principales enfoques para evaluar el riesgo país y los métodos o técnicas más empleados para ello.

<sup>6</sup> / Para este acápite se ha utilizado los conceptos expuestos por De Boysson (1997).

<sup>7</sup> / En 1909 Moody’s inició sus operaciones calificando bonos corporativos, en 1916 y 1922 hicieron lo mismo las empresas que formaron Standard & Poor’s, mientras que Fitch empezó en 1913. Desde 1932 Duff & Phelps se dedica a la investigación y calificación de empresas de diversos giros.

## Enfoques teóricos para evaluar el riesgo país

Se utilizan dos aproximaciones teóricas distintas para evaluar el riesgo de cesación de pagos de un país. El primero, conocido como el de la **capacidad de pago del servicio de la deuda**, y el segundo es identificado como la teoría del costo beneficio. Una breve definición de cada enfoque se encuentra en el Cuadro 2.

**Cuadro 2**  
**Enfoques teóricos de calificación de riesgo**

<b>Capacidad de pago</b>	<b>Costo beneficio</b>
El enfoque de “capacidad de pago” considera que la cesación de pagos nace de un deterioro no intencional de la capacidad y voluntad del país de cumplir con sus deudas debido a un manejo errado de corto plazo, problemas estructurales o choques externos. La probabilidad de cesación de pagos ocurre por problemas de iliquidez de corto plazo o por insolvencia de largo plazo.	Este enfoque fue presentado por Freeman (1979) y formalizado por Eaton y Gersovitz (1981). La teoría del “costo beneficio” se basa en las ventajas de renegociar una deuda como elección racional, basado en los costos y beneficios de la renegociación de un pasivo o, simplemente, dejar de pagar o repudiar una deuda.

### Capacidad de pago del servicio de la deuda

Para poner en práctica este enfoque se utilizan un conjunto de variables claves como indicadores de problemas de iliquidez futura. En un momento dado, un bajo nivel de exportaciones puede aumentar la posibilidad de problemas de liquidez en el corto plazo, en cambio una caída en el producto afectará la solvencia en el largo plazo. Similarmente, a medida que el coeficiente de la deuda respecto al PBI sea mayor o que el coeficiente reservas respecto a importaciones sea menor, el riesgo de una iliquidez inesperada será mayor y por lo tanto peor la calificación del país. Inversamente, si la cuenta corriente es positiva o si existen choques externos positivos en el período anterior a la calificación se esperaría que ésta mejore. La tasa de inflación puede ser tomada como una variable que aproxima la calidad del manejo económico y el tipo de cambio real efectivo puede ser usado para evaluar la competitividad de la economía.

### Teoría costo-beneficio

El enfoque costo-beneficio enfatiza cuatro motivos que puede tener un país para incurrir en deuda externa: el motivo de suavizamiento de consumo en el tiempo, el motivo de reputación, el motivo de inversión basado en una expectativa de mayor productividad y el motivo de ajuste, basado en una medida de sostenibilidad. Estos motivos son considerados como instrumentales para determinar la probabilidad de cesación de pagos y por lo tanto son esenciales en la evaluación de riesgo del país.

Por ejemplo, un país susceptible a choques externos tiene un mayor incentivo a suavizar su consumo en el tiempo manteniendo acceso a los mercados financieros internacionales (motivo de suavizamiento). Mayor apertura al comercio también significa mayor vulnerabilidad a cambios en el mercado internacional y por lo tanto un mayor costo de cesación de pagos (motivo reputación). Un mayor crecimiento del PBI puede ser un indicador de un producto marginal mayor y por ende indicaría que es más beneficioso el permanecer en el mercado internacional (el motivo inversión) y finalmente un déficit comercial grande puede crear preocupaciones por parte de los inversores acerca de la habilidad del país para servir su deuda (el motivo de ajuste).

## VARIABLES Y SIGNOS ESPERADOS

De acuerdo a estos dos enfoques teóricos, el riesgo crediticio de un país,  $C_r$ , (igual a  $1-\pi$ , donde  $\pi$  es la probabilidad de cesación de pagos) puede ser especificado como sigue:

$$C_r = C_r(D, g_y, g_x, R_m, CA_y, P_x/P_m, IPC, TCR)$$

Donde  $D$  es el coeficiente de deuda respecto al PBI,  $g_y$  es la tasa de crecimiento de las exportaciones,  $R_m$  es el coeficiente de reservas respecto a las importaciones,  $CA_y$  es el coeficiente de la cuenta corriente respecto al PBI,  $P_x/P_m$ , son los términos de intercambio, IPC es la medida de inflación y TCR es el tipo de cambio real.  $D$ , IPC y TCR tiene una relación negativa con  $C_r$ , mientras que las demás son positivas. Estos resultados se resumen en el Cuadro 3.

**Cuadro 3**  
**Riesgo país: Signo esperado para las variables sustentada por la teoría económica**

Variable	Enfoque de servicio de deuda	Enfoque de costo-beneficio
Crecimiento del PBI	+	
Inflación doméstica	-	
Coeficiente cuenta corriente/PBI	+	
Términos de intercambio	+	
Coeficiente de reservas/importaciones	+	
Deuda externa	-	-
Tipo de cambio real	-	
Variabilidad en los términos de intercambio	-	+
Variabilidad en el ingreso	-	+
Reservas internacionales	-	
Variabilidad en las exportaciones	-	+
Coeficiente importaciones/PBI		+
Crecimiento en exportaciones		+
Variabilidad en cuenta corriente		+

Fuente: Haque y otros (1996).

Las variables explicativas escogidas están diseñadas para medir el desempeño interno y externo de un país y el impacto de los choques externos sobre las calificaciones de riesgo de las agencias. El desempeño económico es medido en términos de la tasa de crecimiento del producto y su nivel de inflación. El análisis preliminar de los datos revela que los países que han experimentado inflación alta tienden a ser tratados de manera distinta, por lo que cualquier análisis econométrico debe tratarlos por separado, por ejemplo utilizando variables *dummy*.

La influencia de la posición externa de un país sobre su calificación de riesgo es medida en términos de sus obligaciones existentes y los factores que afectan su habilidad de servir sus obligaciones, definiéndose la magnitud de las obligaciones de un país como el coeficiente de deuda externa respecto al PBI. Así como en el caso de los países de alta inflación parece haber un tratamiento especial entre países altamente endeudados y países con bajo coeficiente de deuda.

De otro lado, la capacidad de un país para servir su deuda se mide por la tasa de crecimiento de sus exportaciones, su cuenta corriente, el coeficiente de reservas monetarias (sin incluir oro) respecto a las importaciones y el nivel de su tipo de cambio real. Asimismo, para medir la influencia del contexto internacional sobre la calificación de riesgo de un país

se utilizan dos variables que capturan el efecto de los choques externos sobre los flujos comerciales y financieros de un país. Para lo primero se observa los términos de intercambio y para lo otro se analiza la tasa de interés internacional.

Estos dos enfoques teóricos se complementan con los procedimientos que llevan a cabo las empresas especializadas en la calificación de riesgo. Existe una variedad de métodos con diferentes procedimientos, unos son básicamente cualitativos y otros son esencialmente cuantitativos.

### Métodos de análisis de calificación de riesgo

La evaluación sistemática de riesgo país fue desarrollada en la década de los 70's con el propósito de facilitar la valoración del riesgo país y para estimar la probabilidad de incumplimiento de un país (o deudor), en operaciones crediticias o de inversión internacionales, y facilitar su comparación con similares de otros países. Siguiendo el trabajo realizado por Goodman (1980), los principales métodos de riesgo país utilizados actualmente pueden clasificarse básicamente en tres grupos: métodos cualitativos, métodos de *checklist* y métodos estadísticos.

### Métodos cualitativos

Los métodos cualitativos de análisis de riesgo país pueden tomar la forma de reportes "ad-hoc" que tocan aspectos económicos, políticos, sociales y culturales de un país en particular. Este tipo de reportes es criticado porque contienen un reducido análisis de proyecciones, no permite comparar países de riesgo similar, y se limitan a ser informes muy específicos.

**Cuadro 4**  
**Contenido hipotético de los reportes estandarizados de riesgo país**

Indicadores/Sector	Estadística	Informe
<b>Indicadores Económicos</b>		
Economía interna	Crecimiento de la población, PBI per cápita, estructura del PBI, ratio de inversión/producto (ICOR), tasa de desempleo, inflación, tasa de ahorro e inversión	X
Balanza de pagos	Importaciones, exportaciones, (X+M)/PBI, composición de X y M, tasa de crecimiento	X
Aspectos fiscales	Déficit fiscal/PBI, composición de gastos e ingresos fiscales	X
Aspectos monetarios	Agregados monetarios, dolarización	X
Aspectos de deuda	Créditos públicos y privados, de corto y de largo plazo, desagregación por fuente financiera, ratios de deuda, etc.	X
<b>Indicadores Políticos</b>		
Tipo de gobierno y sucesión		X
Homogeneidad de la población		X
Relaciones diplomáticas		X
Vínculos de comercio exterior		X
Tendencias políticas de largo plazo		X
Tendencias sociales de largo plazo		X

Fuente: Murinde (1996).

Adicionalmente, dentro de este método de análisis también encontramos los reportes estandarizados de riesgo país que contienen una estructura definida para la elaboración de un informe del país. El propósito principal de esta clase de reportes es evaluar las posibilidades para generar los recursos necesarios para cumplir con los compromisos de deuda externa. Para este fin se incluyen indicadores económicos y políticos como los presentados en el Cuadro 4. En general, la ventaja que tienen los reportes estandarizados de riesgo país sobre los reportes “ad-hoc” es que los primeros están basados en un formato regular que facilita la comparación con estudios similares para otros países.

### Métodos de *checklist*

Este método de análisis de riesgo país es similar al de reportes estandarizados pero que ofrecen apreciaciones estadísticas y cualitativas como indicadores comparativos en términos ordinales (*ranking*) y cardinales (puntajes). El Cuadro 5 contiene un modelo de *checklist* de lo que podría incluir un estudio de riesgo país.

**Cuadro 5**  
**Modelo hipotético de *checklist* para un país**

Area de análisis	Indicadores	Informe	Puntaje	Ponderación
Economía interna	Población, PBI, oferta monetaria, PBI per cápita, inflación, tasa de desempleo, ahorro-inversión, déficit fiscal	X	Y	Z
Balanza de pagos	Exportaciones, importaciones, (X+M)/PBI, índices de protección efectiva, atraso del tipo de cambio real	X	Y	Z
Activos internacionales	Reservas internacionales, créditos no usados del FMI, otros activos internacionales	X	Y	Z
Estructura de deuda	Deuda pública y privada externas	X	Y	Z
Análisis de deuda	Deuda pública y privada externas	X	Y	Z
Ratios de deuda	Ratios de servicio de deuda; deuda/PBI, deuda/exportaciones, RIN/deuda	X	Y	Z
Variables políticas y sociales	Estabilidad política, aprobación presidencial, tasa de desempleo, índice de pobreza, distribución del ingreso	X	Y	Z

Fuente: Murinde (1996).

### Métodos estadísticos

Estos métodos están básicamente diseñados para realizar pruebas empíricas sobre los esquemas teóricos presentados anteriormente. En este sentido, algunos de ellos buscan medir la capacidad de pago de un país mientras que otros son modelos de predicción de reestructuración de deudas.

Entre los principales métodos estadísticos tenemos modelos de probabilidad lineal, análisis de discriminante, análisis logit o probit, análisis por componentes principales, modelos dinámicos de reestructuración de deudas y el método OKCD o modelo de programación con análisis logit generalizado. Todos estos tipos de métodos estadísticos tiene como variable dependiente la probabilidad de atraso (*default*) o un valor binario (0 ó 1) que representa la reestructuración o no de una deuda. De los principales estudios empíricos llevados a cabo, se puede detectar cuatro grupos de principales variables explicativas: la carga de la deuda externa, la posición de liquidez internacional, equilibrio monetario y fiscal, e indicadores económicos estructurales. El Cuadro 6 presenta un resumen de los resultados de los principales trabajos empíricos que han empleado métodos estadísticos.

Los modelos teórico-estadísticos, como los anteriores, tienen limitaciones. En primer lugar éstos no incluyen el escenario político por su dificultad en la cuantificación e interpretación. Adicionalmente, la variable dependiente toma sólo valores discretos (0 ó 1) que limitan el uso de otras técnicas econométricas. Tercero, los modelos de reestructuración de deudas (o costo-beneficio) no han demostrado mucho poder de ajuste. Finalmente, en la medida que siguen avanzando las técnicas econométricas, se podría mejorar la eficiencia en el pronóstico de los métodos y elaborar un *ranking* por mejor poder de predicción.

A modo de conclusión se podría decir que no existe un método perfecto ni una variable clave para el análisis de riesgo. No obstante, las empresas calificadoras de riesgo aplican una serie de metodologías que presentaremos en el siguiente capítulo.

**Cuadro 6**  
**Resumen de los principales trabajos empíricos de análisis de riesgo país**

<b>Autor (es)</b>	<b>Variable dependiente</b>	<b>Principales variables explicativas</b>	<b>Metodología</b>	<b>Período</b>
Frank-Cline (1971)	Binaria (reestructuración)	Ratio servicio de deuda, RIN en meses de importaciones, servicio de deuda sobre deuda total	Análisis de discriminante	1960-68
Dhonte (1975)	Negociación de deuda	Ratio de servicio de deuda, desembolsos de deuda sobre importaciones	Componentes principales	1959-71
Grinols (1976)	Binaria (reestructuración)	Servicio de deuda sobre RIN, deuda externa sobre PBI, deuda externa sobre importaciones	Análisis de discriminante	1961-74
Feder-Just (1977)	Probabilidad de atraso	Ratio servicio de deuda, importaciones sobre RIN, ingreso per cápita	Análisis logit	1962-72
Sargen (1977)	Reestructuración	Inflación, servicio de deuda sobre inversiones	Análisis de discriminante	1960-75
Saini-Bates (1978)	Binaria (reestructuración)	Inflación, crecimiento del dinero, cuenta corriente sobre exportaciones	Análisis logit y de discriminante	1960-77
Abassi-Taffler (1982)	Binaria (reestructuración)	Inflación, deuda externa sobre exportaciones, crédito interno sobre PBI, consumo per cápita	Componentes principales	1967-77
Kharas (1984)	Reestructuración	Servicio de deuda/PBI, PBI per cápita, inversión per cápita	Análisis probit	1965-76
Cline (1984)	Probabilidad de reestructuración	Ratio de servicio de deuda, RIN sobre importaciones, PBI per cápita, amortizaciones	Análisis logit	1968-82
Solberg (1988)	Probabilidad de reestructuración	Importación/PBI, ratio de servicio de deuda, ICOR, PPP	Análisis logit y probit	1971-84

Nota: ICOR es el ratio de inversión/producto y PPP es el tipo de cambio real ajustado por paridad de compra.  
Fuente: Murinde (1996).

### **III. Agencias calificadoras de riesgo**

En este capítulo analizaremos los distintos tipos de clasificadoras de riesgo y la problemática en la asignación de calificaciones. Para empezar diremos que las agencias calificadoras de riesgo son organizaciones especializadas en la evaluación de empresas, deudas soberanas y de países. Dependiendo del tipo de deudor, estas empresas especializadas se dividen en calificadoras de riesgo soberano o calificadoras de riesgo corporativo.



## Clasificación de las agencias calificadoras

En un primer grupo se pueden distinguir agencias que califican al país en su conjunto mientras que hay otras que realizan un trabajo específico para calificar el riesgo de deuda soberana. En un segundo nivel se pueden distinguir empresas que emplean información cualitativa mientras que otras utilizan información cuantitativa para establecer una calificación o un *ranking*. Siguiendo estos criterios se ha elaborado el Cuadro 7.

**Cuadro 7**  
**Clasificación de las agencias calificadoras de riesgo**

		Por tipo de calificación	
		Riesgo país	Riesgo soberano
Por tipo de información	Cualitativa	Institutional Investor (Rating Index) Business Environ. Risk Intelligence (BERI) Control Risk Information Services (CRIS)	
	Mixta (cualitativa y cuantitativa)	Economist Intelligence Unit (Reports) Euromoney Country Risk EFIC's Country Risk Japanese Center for International Finance PRS: ICRG y IBC index	Moody's Investor Services Standard and Poor's Rating Group Duff & Phelps Credit Rating (DCR) IBCA, Fitch Thomson BankWatch Inc.
	Cuantitativa	Bank of America (Country Risk Monitor)	

Nota: PRS son las iniciales de *Political Risk Services*

Fuente: Erb y otros (1996).

## Problemática de las metodologías de calificación

Las agencias especializadas otorgan calificaciones a los países, deudas soberanas y corporativas que no son necesariamente las mismas para similares valores evaluados. En esta sección nos concentramos en las diferencias de calificación de riesgo soberano, y encontramos que existen discrepancias metodológicas y en la percepción de riesgo<sup>8</sup>.

## VARIABLES RELEVANTES

Sobre este tema Cantor y Packer (1996a) evalúan las ocho variables que son recurrentemente citadas por las principales agencias calificadoras de riesgo como las más importantes en la determinación del rating. Entre ellas tenemos al PBI per-cápita, crecimiento del PBI, inflación anual, déficit del gobierno central respecto al PBI, déficit en cuenta corriente respecto al PBI, deuda externa respecto a exportaciones, dummy por ser país industrializado o no y *dummy* por incumplimiento o atrasos en las obligaciones de deuda externa desde 1970. En el Cuadro 8 se observa que el modelo tiene un ajuste superior al 90 por ciento, y que sólo cinco variables son consideradas significativas mientras que los indicadores de balance fiscal y externo son estadísticamente no significativos y con un signo contrario al esperado.

<sup>8</sup> / Para un mayor detalle sobre diferencias metodológicas se puede consultar Erb y otros (1996).

**Cuadro 8**  
**Determinantes de las calificaciones de crédito soberano**

	<b>Promedio</b>	<b>Moody's</b>	<b>S &amp; P</b>	<b>Moody's - S&amp;P</b>
Intercepto	1,442 (0,633)	3,408 (1,379)	-0,524 (0,223)	3,932 (2,521)
PBI per cápita *	1,242 (5,302)	1,027 (4,041)	1,458 (6,048)	-0,431 (2,688)
Crecimiento del PBI *	0,151 (1,935)	0,130 (1,545)	0,171 (2,132)	-0,040 (0,756)
Inflación anual *	-0,611 (2,839)	-0,630 (2,701)	-0,591 (2,671)	-0,039 (0,265)
Déficit fiscal sobre PBI	0,073 (1,324)	0,049 (0,818)	0,097 (1,710)	-0,048 (1,274)
Cuenta corriente sobre PBI	0,003 (0,314)	0,006 (0,535)	0,001 (0,046)	0,006 (0,779)
Deuda externa sobre exportaciones *	-0,013 (5,088)	-0,015 (5,365)	-0,011 (4,236)	-0,004 (2,133)
Dummy desarrollo económico *	2,776 (4,250)	2,957 (4,175)	2,595 (3,861)	0,362 (0,810)
Dummy atrasos de deuda externa *	-2,042 (3,175)	-1,463 (2,097)	-2,622 (3,962)	1,159 (2,632)
R-cuadrado ajustado	0,924	0,905	0,926	0,251
Error estándar	1,222	1,325	1,257	0,836

Fuente: Cantor y Packer (1996a). Muestra: 49 países. T-estadístico en paréntesis.

\* Coeficiente estadísticamente significativo.

### **Resultados de un modelo**

De otro lado, también se cuestiona la certeza en la asignación de la calificación por parte de las empresas especializadas. Es decir, qué tan correcta es la calificación asignada teniendo en cuenta la evaluación de la información disponible. En junio de 1997, Citicorp publicó una estimación de *ratings* para diversos países emergentes siguiendo la metodología de Cantor y Packer (1996a). Citicorp encuentra que existen diferencias entre el resultado obtenido usando un modelo econométrico y la calificación que otorga una agencia calificadora que incluye componentes subjetivos o metodológicos no incorporados.

El Cuadro 9 presenta las calificaciones calculadas por Citicorp simulando las metodologías de Moody's y S&P y las compara con las actualmente otorgadas por esas empresas. En este cuadro destacan los resultados de Argentina y Eslovaquia que deberían tener calificaciones más altas, mientras que Chile, Panamá y Egipto deberían recibir una calificación menor por alguna de las empresas mencionadas. El resultado para los países emergentes de Asia indica que estos países deberían recibir una calificación inferior. Las cifras para Perú indican que le correspondería una calificación de riesgo de B1 según la metodología de Moody's, y de BB- ó B+ simulando la metodología de Standard & Poor's.

**Cuadro 9**  
**Calificación estimada por Citicorp y calificación actual**

<b>País</b>	<b>Estimación Moody's</b>	<b>Vigente Moody's</b>	<b>Diferencia en "notch"</b>	<b>Estimación S&amp;P</b>	<b>Vigente S&amp;P</b>	<b>Diferencia en "notch"</b>
Argentina	7,4	4	3	8,1	5	3
Brasil	5,2	3	2	5,4	4	1
Chile	7,5	9	-1	8,1	10	-2
Colombia	7,2	7	0	7,2	7	0
Costa Rica	6,1	6	0	5,7	5	1
Dominicana, Rep.	5,1	3	2	4,7	3	2
Ecuador	2,9	3	0	2,2		
El Salvador	6,2	7	-1	5,8	5	1
Guatemala	5,2	5	0	4,8		
Jamaica	3,8			3,2		
México	4,9	5	0	4,8	5	0
Panamá	6,8	9	-2	6,7	6	1
<b>Perú</b>	<b>3,4</b>	<b>2</b>	<b>1</b>	<b>3,5</b>		
Venezuela	5,2	5	0	4,3	3	1
Bulgaria	1,1	1	0	0,0		
Checa, Rep.	9,9	9	1	10,7	11	0
Eslovaquia, Rep.	9,6	7	3	10,4	7	3
Hungría	8,3	7	1	8,4	7	1
Polonia	5,7	7	-1	5,8	7	-1
Rusia	5,9	5	1	5,3	4	1
Corea del Sur	10,6	12	-1	11,8	13	-1
Filipinas	5,0	6	-1	4,6	6	-1
Indonesia	6,8	7	0	6,7	8	-1
Malasia	10,6	12	-1	11,7	12	0
Tailandia	8,7	9	0	9,4	11	-1
Egipto	5,4	5	0	4,7	7	-2
Kenia	3,9			2,6		
Marruecos	4,9			4,5		
Sudáfrica	6,0	7	-1	5,7	6	0

Fuente: Citicorp Securities Inc. (1997).

Hay que señalar que los cálculos realizados por Citicorp fueron llevados a cabo con los datos disponibles a marzo de 1997, un par de meses antes del inicio de la crisis en Tailandia que afectaría la economía del sudeste asiático en ese año. Como ahora es conocido, la magnitud de la crisis sobrepasó los estimados de esta entidad financiera por cuanto muchos países orientales descendieron en más de dos niveles o "notchs" en sus calificaciones de riesgo como Indonesia y Corea del Sur.

### **Agencia "laxa" o "estricta"**

Otro punto en la problemática es que los mercados internacionales consideran que las calificaciones de riesgo de las principales agencias son similares en términos absolutos; es decir, una calificación A1 de Moody's es similar a una calificación A+ de S&P, Duff & Phelps o IBCA<sup>9</sup>. Con esta preocupación, Eavis (1997) encuentra que las calificaciones otorgadas por Moody's y S&P no tienen una estricta relación con las probabilidades de atraso de los países calificados en los últimos 10 años y que también existe un amplio rango

<sup>9</sup> / Esto también es válido para el Perú según los reglamentos del Sistema Privado de Pensiones.

en la asignación de calificaciones que se superpone en algunos casos, tal como se observa en el Cuadro 10.

**Cuadro 10**  
**Comparación de *ratings* y probabilidad de atraso o incumplimiento**

<b>Moody's</b>	<b>Equivalencia numérica</b>	<b>S&amp;P, DCR, IBCA</b>	<b>Probabilidad de atraso S&amp;P / Moody's (%)</b>
<b>Grado de Inversión</b>		<b>Grado de Inversión</b>	
Aaa	16	AAA	1,20% / 0,74%
Aa1	15	AA+	1,12% / 1,13%
Aa2	14	AA	"
Aa3	13	AA-	"
A1	12	A+	1,92% / 1,73%
A2	11	A	"
A3	10	A-	"
Baa1	9	BBB+	3,97% / 4,61%
Baa2	8	BBB	"
Baa3	7	BBB-	"
<b>Grado Especulativo</b>		<b>Grado Especulativo</b>	
Ba1	6	BB+	15,89% / 18,00%
Ba2	5	BB	"
Ba3	4	BB-	"
B1	3	B+	26,53% / 31,00%
B2	2	B	
B3	1	B-	

Fuente: Eavis (1997).

Adicionalmente, en el trabajo realizado por Cantor y Packer (1996b) se sugiere que las agencias calificadoras de riesgo no tienen la misma escala de calificaciones en términos absolutos cuando se evalúan deudas corporativas. En esta investigación se obtiene que de 288 compañías calificadas simultáneamente por DCR, Moody's y S&P, Duff & Phelps otorga una calificación mayor en el 44% de los casos; mientras que de 161 firmas calificadas al mismo tiempo por Fitch, Moody's y S&P, la primera da una calificación mayor en el 51% de los casos.

Por su parte, la revista *Emerging Market Investor* sugiere que una agencia calificadora es "laxa" si asigna, por lo general, un mayor puntaje que el resto de empresas, y "estricta" si hace lo contrario. El Cuadro 11 contiene los resultados de aplicar esta metodología para cuatro de las principales agencias calificadoras de riesgo soberano y encontramos que IBCA es más laxa del grupo, mientras que Moody's sería la más estricta. Esto es cuestionable debido a que de los 20 países comparados, 12 tienen notas idénticas, 2 notchs de diferencia se explican por Hong Kong, y en esa época las agencias de calificación estaban reconsiderando las notas de todos los países por la crisis de Asia.

Estas discrepancias en las metodologías y en la percepción de riesgo nos sugiere que existe una serie de sesgos en la asignación de calificaciones de riesgo que también se hace presente en los índices de riesgo. Este tema es el que abordamos a continuación.

**Cuadro 11**  
**Comparación de riesgo soberano por agencia**

	<b>Moody's</b>	<b>S&amp;P</b>	<b>DCR</b>	<b>IBCA</b>	<b>Ptje. Prom.</b>
Alemania, Austria, EE.UU.	16	16	16	16	16.0
Japón, Noruega, Holanda, Suiza, Francia, Reino Unido	16	16	16	16	16.0
España	14	14	14	14	14.0
	12	13	11	13	12.3
	10	12	12	12	11.5
Corea del Sur	9	10	10	10	9.8
Hong Kong	7	7	8	8	7.5
Chile	7	7	7	7	7.0
Hungría	7	6	7	5	6.3
Uruguay	5	5	5	5	5.0
Sudáfrica, Rep.	4	5	5	5	4.8
México	5	4	4	6	4.8
Argentina	3	4	4	3	3.5
Rusia					
Brasil					
<b>Total puntajes</b>	<b>227</b>	<b>231</b>	<b>231</b>	<b>232</b>	<b># países 20</b>
<b>Total Emergentes</b>	<b>69</b>	<b>73</b>	<b>73</b>	<b>74</b>	<b># países 9</b>
	<b>"ESTRICTA"</b>			<b>"LAXA"</b>	

Nota: Datos elaborados al 15 de octubre de 1997.

### **"Sesgos" en los índices de riesgo**

Diversos autores han hablado sobre la necesidad de incluir variables explicativas adicionales a los fundamentos económicos para mejorar las estimaciones de riesgo país. Por ejemplo, Lee (1993) analiza el rating publicado por Institutional Investor y encuentra que al añadir una dummy por ubicación geográfica, los países ubicados en Europa y Asia obtienen una bonificación con respecto a los latinoamericanos o africanos. Del mismo modo, se incluye una dummy para los principales países prestamistas y el autor encuentra el mismo resultado, aunque no encuentra un resultado negativo significativo cuando incluye una dummy para los países altamente endeudados.

Por su parte Haque y otros (1996) estudian los índices de Euromoney, Institutional Investor y The Economist Intelligence Unit, y también encuentran que existe un trato diferencial a nivel regional. Analizando los índices de Euromoney se encuentra que los países de Asia, Cercano Oriente y Europa tienen (sobre 100 puntos) una bonificación adicional entre 10 y 20 puntos sobre los países de Latino América y Africa. Similar resultado se obtiene empleando los indicadores de The Economist Intelligence Unit donde se concluye que los países asiáticos, y en menor medida los europeos, tienen una bonificación mientras que los africanos reciben una disminución en sus puntajes.

Otro punto que se analiza es el efecto de la estructura de las exportaciones. El trabajo de Haque y otros (1996) concluye que los países exportadores de manufacturas obtienen una bonificación en los ratings sobre el resto, mientras que los exportadores de productos primarios o únicamente de petróleo tienen una penalidad. De otro lado, también se encuentra que existe una bonificación para los países que tienen un endeudamiento diversificado o proveniente de fuentes comerciales, en comparación con aquellos países que están endeudados básicamente con organismos multilaterales o gubernamentales.

De otro lado, si bien las metodologías de las agencias calificadoras se focalizan en indicadores y aspectos del mismo país, el análisis estadístico sugiere que las condiciones del

mercado financiero internacional afectan los ratings de todos los países en desarrollo. Así, según Haque y otros (1996), un incremento de 1 punto en las tasas de interés internacionales reduciría la calificación de un país (sobre 100 puntos) entre 2 a 7 puntos, en el corto plazo.

Otro aspecto que se debe tener en cuenta cuando se analizan las calificaciones de riesgo es que existe un alto coeficiente de correlación respecto a la calificación del período anterior. Ello, implica que en ausencia de nuevas noticias, las calificaciones virtualmente no varían en el tiempo. Esto se explica en parte porque las evaluaciones de riesgo se refieren a las probabilidades futuras de repago (o incumplimiento) y se espera que éstas no varíen a menos que se de un cambio significativo y permanente en la situación del país, y, adicionalmente, porque la estadística toma cierto tiempo en actualizarse.

#### **IV. Calificación de riesgo para el Perú**

El Perú ha recibido calificación de riesgo soberano por parte de Moody's y Standard & Poor's, y está considerado en algunos ratings de riesgo país como los elaborados por Euromoney, ICRG e Institutional Investor, entre otros. Este capítulo contiene las calificaciones otorgadas por algunas empresas especializadas y los fundamentos que podría servir de base para que el lector proponga una calificación.

##### **Calificación B2 por Moody's**

En febrero de 1996 Moody's Investment Service calificó el riesgo soberano peruano en moneda extranjera como B2. En agosto de 1997, esta empresa ratificó al Perú como B2, mientras que Ecuador recibió una calificación B1, nivel que en esa fecha tenían Argentina y Brasil (en octubre de 1997 Argentina fue ascendida a una calificación Ba3).

Moody's señala que las perspectivas de la economía peruana son alentadoras y reconoce el éxito en las reformas estructurales puestas en marcha a principios de la década. Así destaca: la disciplina económica apoyada por reformas estructurales; mayor influjo de capitales por inversión extranjera directa; y reestructuración de la deuda externa por mejores condiciones económicas y de credibilidad en el gobierno. Este informe se basó en visitas de los analistas de Moody's durante el mes de junio de 1997, cuando el país atravesó por diversos acontecimientos políticos desfavorables.

Según Moody's existe optimismo en el cumplimiento de las metas inflacionarias. Esto se debe a la desaparición de la "inercia" inflacionaria heredada del gobierno anterior, a la estabilización de la inflación sin el uso de una "ancla" inflacionaria (por ejemplo, tipo de cambio congelado), la consistencia de la política monetaria, y a la independencia del Banco Central de Reserva. Sin embargo, existen tres puntos sobre los que Moody's estaría sosteniendo su decisión de mantener la calificación de B2 a Perú: fragilidad en el financiamiento de la cuenta corriente, vulnerabilidad del déficit fiscal, e inestabilidad política.

##### **Otras calificaciones de riesgo para el Perú**

De acuerdo con las calificaciones de Moody's, Standard & Poor's, DCR y IBCA, el Perú era uno de los países calificados con puntaje promedio más bajo ya que sólo estaba calificado por Moody's hasta diciembre de 1997. Sin embargo, el Perú también estaba calificado por otras empresas, tanto a nivel de riesgo país cuanto en el ámbito de riesgo soberano. En una primera etapa presentamos los *ratings* de Euromoney, ICRG e Institutional

Investor, y posteriormente presentamos los resultados de JCIF, EFIC, Bear Stearns y Santander Investment.

**Cuadro 12**  
**Rating de Euromoney y puntaje del Perú**

País: Rating Euromoney (Moody's/S&P)		Ranking Mundial	Puntaje General	País	Ranking Latino	Ranking Mundial	Puntaje General
Rumania	(Ba3/BB-)	75	50,49	Venezuela	9	71	52,16
Costa Rica	(Ba1/BB)	76	50,30	Guatemala	10	73	50,97
Vietnam	(Ba3/n.r.)	77	50,25	Costa Rica	11	76	50,30
Perú	(B2/n.r.)	78	50,08	Perú	12	78	50,08
Rusia	(Ba2/BB-)	79	49,74	Paraguay	13	80	48,79
Paraguay	(n.r./BB-)	80	48,79	Bolivia	14	88	44,05
Fiji	(n.r./n.r.)	81	48,69	República Dominicana	15	89	42,80

Fuente: Euromoney, setiembre 1997.

La revista Euromoney presenta su rating internacional en marzo y setiembre de cada año. En los resultados del mes de setiembre de 1997, el Perú se ubicó en el puesto 78, rodeado de países que están calificado como Ba3/BB- tales como Rumania, Vietnam, Rusia y Paraguay, tal como se muestra en el Cuadro 12. En marzo de 1997, el Perú se colocó en el lugar 83 a nivel mundial y en décimo segundo lugar en el ámbito latinoamericano.

Por su parte, la empresa "Political Risk Service" (PRS) realiza el rating "International Country Risk Guide" (ICRG) que se distribuye mensualmente para suscriptores. En la publicación de agosto de 1997 el Perú obtiene un puntaje general de 67 sobre 100 puntos, ligeramente por encima de Ecuador y por debajo de Venezuela en el ámbito latinoamericano, y por debajo de Rusia y delante de Bangladesh en el ranking mundial.

**Cuadro 13**  
**Rating del PRS: ICRG y puntaje del Perú**

Países	Riesgo Político	Riesgo Fin./Eco.	Puntaje General	Países	Riesgo Político	Riesgo Fin./Eco.	Puntaje General
Kenia	66,0	36,0/32,5	67,3	El Salvador	72,0	33,0/37,0	71,0
Malawi	74,0	31,0/29,5	67,3	Brasil	71,0	34,0/36,5	70,8
Rusia	67,0	33,0/34,5	67,3	Venezuela	68,0	36,0/34,0	69,0
Perú	63,0	37,0/32,5	67,0	Perú	63,0	37,0/32,5	67,0
Bangladesh	64,0	32,0/37,5	66,8	Guatemala	69,0	28,0/34,5	65,8
Gambia	70,0	26,0/36,5	66,3	Cuba	66,0	30,0/28,0	62,0
Tanzania	68,0	35,0/29,5	66,3	Ecuador	66,0	29,0/28,5	61,8

Fuente: PRS: ICRG, agosto 1997.

Un tercer *rating* es el elaborado por la revista Institutional Investor que sale publicado dos veces al año. En este rating de setiembre de 1997, Perú se ubicó en el puesto 69 a nivel mundial y en el décimo lugar a nivel latinoamericano debajo de Venezuela y por encima de Panamá, países que tiene una calificación soberana de Ba2/B+ y Baa1/BB+, respectivamente. En marzo 1997, el Perú se colocó en el puesto 73 a nivel mundial y en el undécimo lugar en el ámbito latinoamericano. El Cuadro 14 nos brinda las calificaciones más recientes.

**Cuadro 14**  
**Rating de Institutional Investor y puntaje del Perú**

<b>PAIS: Rating Ins. Investor (Moody's/S&amp;P)</b>		<b>Ranking Mundial</b>	<b>Puntaje General</b>	<b>PAIS</b>	<b>Ranking Latino</b>	<b>Ranking Mundial</b>	<b>Puntaje General</b>
Jordania	(Ba3/BB-)	66	34,9	Brasil	7	61	39,5
Rumania	(Ba3/BB-)	67	34,1	Costa Rica	8	64	36,0
Zimbabwe	(n.r./n.r.)	68	33,8	Venezuela	9	65	35,4
Perú	(B2/n.r.)	69	33,7	Perú	10	69	33,7
Panamá	(Baa1/BB+)	70	33,6	Panamá	11	70	33,6
Croacia	(Baa3/BBB-)	71	33,6	Paraguay	12	72	33,5
Paraguay	(n.r./BB-)	72	33,5	Jamaica	13	81	29,7

Fuente: Institutional Investor, setiembre 1997.

Para el "Japan Center for International Finance" (JCIF), el Perú tiene una capacidad de pago aceptable en el corto y mediano plazo por encima de Brasil y Panamá, mientras que Chile no tendría problemas para cumplir sus obligaciones externas en el mediano y largo plazo.

**Cuadro 15**  
**Rating de JCIF y puntaje del Perú**

<b>País</b>	<b>Puntaje General</b>	<b>Aspectos Económicos</b>	<b>Aspectos Políticos</b>	<b>Aspectos Sociales</b>	<b>Evaluación de Mercado</b>	<b>Confianza en la Data</b>
Chile	B	b	b	b	b	a
Argentina	C+	b	b	b	d	b
Colombia	C+	b	c	d	c	b
Uruguay	C+	c	c	b	c	c
México	C	b	c	d	d	b
Perú	C	c	c	c	d	b
Venezuela	C	b	c	d	d	d
Brasil	C-	c	c	d	d	b
Panamá	C-	c	c	d	d	d
Ecuador	D	d	d	c	d	b

Fuente: JCIF, setiembre 1997.

De otro lado, las calificaciones de las empresas EFIC y Bear Stearns aparecen en el Cuadro 16. Ambos ratings pueden obtenerse vía Internet y son utilizados básicamente para seguros de exportación y para créditos comerciales de corto plazo, respectivamente.



**Cuadro 16**  
**Ratings de EFIC y de Bear Stearns, y calificación del Perú**

<b>País</b>	<b>Rating EFIC (1-6)</b>	<b>País</b>	<b>Rating Bear Stearns</b>	<b>Bear Outlook</b>
Chile	2	Chile	Upper BBB	Positivo
Brasil	3	Colombia	Lower BBB	Estable
Colombia	3	México	Upper BB	Estable
Argentina	4	Uruguay	Upper BB	Estable
Bolivia	4	Argentina	Middle BB	Estable
México	4	Brasil	Middle BB	Estable
Perú	4	Panamá	Lower BB	Estable
Uruguay	4	Venezuela	Lower BB	Estable
Ecuador	5	Perú	Upper B	Estable
Panamá	5	Ecuador	Middle B	Estable
Venezuela	5	Bolivia	n.r.	n.a.

Fuente: EFIC, agosto 1997, y Bear Stearns, abril 1997.

### Fundamentos económicos y ratings

Como se ha mencionado anteriormente, las calificaciones de riesgo soberano y de riesgo país tratan de evaluar la probabilidad de incumplimiento de una deuda por parte de un país o de un gobierno. Esta evaluación se basa, entre otras cosas, en el análisis de las cifras económicas del país y su comparación con las cifras de otros países. El Cuadro 17 contiene el promedio entre 1994-1997 de los principales indicadores económicos de los países que tienen una calificación inferior al Ba2/BB (o puntaje promedio menor de 5,0 puntos).

**Cuadro 17**  
**Principales indicadores económicos (1994-1997) y calificaciones promedio de riesgo**

	<b>Puntaje Promedio</b>	<b>PBI %</b>	<b>IPC %</b>	<b>Inversión % PBI</b>	<b>Ahorro % PBI</b>	<b>Superáv. Público % PBI</b>	<b>Cta.Cte. % PBI</b>	<b>D.X. Pub. % PBI</b>	<b>RIN mes Import.</b>
Argentina	4,8	2,5	1,6	19,0	16,5	0,4	-2,5	24,2	9,5
Rusia	4,8	-4,6	111	22,9	24,4	-2,7	2,1	31,7	2,3
Venezuela	4,5	0,5	52,6	16,7	20,2	n.d.	3,4	50,3	5,6
Promedio	4,7	-0,5	55,1	19,5	20,4	-1,2	1,0	35,4	5,8
Jordania	4,0	6,7	4,1	32,9	30,2	0,0	-8,8	99,0	2,1
Kazajstán	4,0	-6,4	135	18,4	18,4	-1,3	-5,4	19,8	3,3
Libano	4,0	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Paraguay	4,0	3,4	18,8	22,0	19,2	3,0	-2,8	14,7	6,3
Rumania	4,0	3,4	38,4	25,2	21,4	-4,4	-5,2	21,5	3,1
Vietnam	4,0	9,2	9,8	28,1	17,6	-1,8	-10,5	n.d.	2,3
Promedio	4,0	3,3	41,2	25,3	21,4	-0,9	-6,5	31,0	3,4
Brasil*	3,5	3,6	29,0	19,8	16,8	-4,0	-2,9	26,9	7,8
Dominicana,	3,0	5,4	9,3	24,7	24,3	-2,3	1,2	31,1	1,1
Rep. Ecuador	3,0	2,9	24,6	18,3	15,2	-1,7	-3,0	71,4	5,0
Turquía	3,0	3,7	91,1	23,8	22,0	1,9	-1,9	44,4	3,4
Promedio	3,1	3,9	38,5	21,7	19,6	-1,5	-1,7	43,5	4,3
Pakistán	2,5	5,2	11,1	18,4	12,3	-5,6	-5,6	45,6	9,7
Perú	2,0	7,1	23,6	23,6	17,6	1,0	-6,1	41,2	7,7
Bulgaria	1,0	-3,8	-2,6	10,9	13,1	5,3	0,9	115	2,1
Promedio	1,8	2,8	10,7	17,6	14,3	0,2	-3,6	67,3	6,5

Fuente: FMI (1997). \* Promedio 1995-1997.

Una visión general a las cifras nos indica que los indicadores de la economía peruana son relativamente mejores que los de Pakistán y Bulgaria, no obstante el déficit en cuenta corriente y la brecha ahorro-inversión. Sobresalen entre los indicadores de la economía peruana la disponibilidad de reservas internacionales, la alta tasa de crecimiento del PBI y el superávit de las cuentas fiscales. La apreciación general del mercado y de algunos bancos de inversión es que la calificación del Perú está subestimada. Esta apreciación es compartida por empresas de prestigio como Citicorp Securities Inc., Morgan Stanley y Santander Investment.

Los estimado de Citicorp Securities Inc. indican que el Perú debería recibir una calificación entre BB- y B+ según la escala de S&P, mientras que la opinión del Morgan Stanley Dean Witter sugiere que el Perú recibiría una calificación BB- por parte de Standard & Poor's. Esto se sustenta básicamente por los actuales niveles de *spreads* de los bonos peruanos que se ubican en niveles similares a deudas soberanas calificadas como BB-.

**Cuadro 18**  
**Comparación de indicadores económicos de Perú con benchmarks**

	<b>Perú</b>	<b>B2/B</b>	<b>B1/B+</b>	<b>Ba3/BB-</b>
1. Deuda externa total/Export.	326,66	218,98	202,52	194,62
2. Deuda externa/PBI	45,04	53,05	47,37	49,16
3. Servicio de deuda externa/Export.	35,94	29,15	26,35	26,16
4. PBI per cápita	2611,00	1615,00	2555,00	2566,00
5. Crecimiento PBI (5 años)	7,00	0,03	0,58	1,25
6. Inversión/PBI	25,00	16,87	17,93	19,63
7. Inflación	8,00	46,00	33,00	37,00
8. Déficit fiscal/PBI	-0,80	-4,03	-3,88	-3,17
9. Ahorro interno/PBI	17,10	15,07	16,72	17,84
10. Inversión Extranjera directa/PBI	2,84	4,07	3,50	3,62
11. Deuda privada/Deuda total	32,12	40,07	35,52	36,94
12. Deuda mediano y largo plazo/DX total	89,20	90,55	85,63	86,19
	-5,10	-1,19	-1,57	-1,46
13. Cuenta corriente/PBI	245,27	92,25	74,97	79,89
14. Reservas Internacionales/M2	2,70	3,86	2,84	3,64
15. Reservas Intern./Deuda corto plazo				

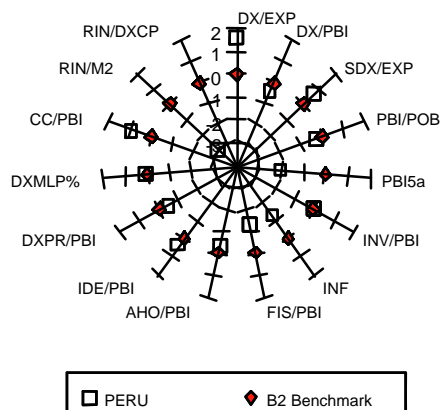
Fuente: Morgan Stanley Dean Witter, octubre 1997.

Otro punto que se añade es que, en general, la economía peruana tiene buenos fundamentos económicos para ser considerado un país de la categoría BB-, pero que todavía existe un problema de riesgo político y de excesivo peso de deuda externa y de déficit en cuenta corriente que podrían afectar la calificación en el corto plazo. El Cuadro 18 contiene diversos indicadores peruanos y los benchmark de las categorías B2/B, B1/B+ y Ba3/BB-, mientras que el Gráfico 1 contiene un análisis de radar que indica que los puntos críticos de la economía peruana son la magnitud de la deuda externa total sobre las exportaciones, el déficit de cuenta corriente sobre el PBI y el ratio del servicio de deuda externa sobre exportaciones.

En el lado izquierdo del gráfico se pueden apreciar las variables de liquidez mientras que en el lado derecho se encuentran las variables de solvencia. El gráfico está diseñado de forma tal que un performance por encima del promedio está representado siempre con una cercanía de los indicadores hacia el centro de la telaraña. En el caso peruano el gráfico indica que 9 de los 15 indicadores están por encima del promedio de los países B2/B.

Siguiendo el planteamiento del Morgan Stanley, el Santander Investment se ha pronunciado en el sentido de que los *spread yields* de los bonos peruanos son equivalentes a un bono calificado como Ba3/BB-. A este indicador del mercado se une el hecho de que las reservas internacionales del Perú son el equivalente a casi 4 años del pago de servicios de la deuda externa.

Gráfico 1



Adicionalmente, el Santander Investment considera al Perú en el cuarto lugar entre los países emergentes después de Polonia, Chile y Tailandia. Esta institución utiliza el “Income-Based Credit Model” (IBCM)<sup>10</sup> que toma en cuenta la permanencia de reformas estructurales y la sostenibilidad del ciclo económico para calificar el riesgo de invertir en un determinado país.

**Cuadro 19**  
**Ratings y comparaciones de spreads**

País	Rating Promedio	Rating Moody's/S&P	Spread Yield	RIN/ Servicio Deuda
Argentina	4,8	Ba3/BB	371 bps	1,9
Brasil	3,5	B1/BB-	392	1,7
Ecuador	3,0	B1/n.r.	476	1,1
México	5,0	Ba2/BB	333	0,6
Perú	2,0	B2/n.r.	340	3,9
Polonia	7,3	Baa3/BB-	146	8,1
Rusia	4,8	Ba2/BB-	443	1,4

Fuente: Santander Investment, octubre 1997.

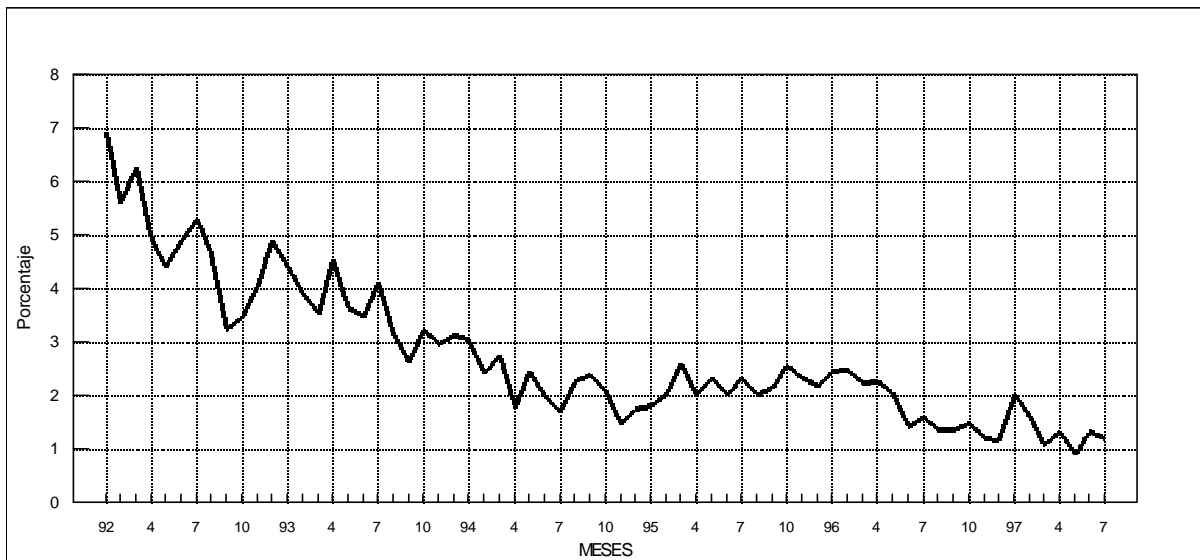
Otra forma de percibir la evolución del “riesgo país”, es observando la evolución de los *spreads* de las operaciones de endeudamiento privado peruano. El trabajo realizado por Cruz y Tovar (1997) concluye que las empresas peruanas están accediendo al mercado internacional a tasa de interés cada vez más ventajosas desde los últimos cinco años. Por ejemplo, la emisión de Southern Perú Cooper Corporation PCC (mayo 97) por US\$150 millones pagó un *spread* de 135 *basic points* (bps), mientras que la emisión de Yanacocha (dos semanas antes) por US\$100 millones pagó un *spread* de 180 bps cuando fueron emitidas.

Estos últimos desarrollos del sector privado, son la base de algunas opiniones respecto a la relevancia de solicitar oficialmente una calificación. Por un lado, se señala que ya no existe la necesidad de lograr un *benchmark* debido a que muchas empresas del sector privado están participando en el mercado financiero internacional y por otro lado, se indica que, aunque las perspectivas del país son alentadoras, la baja nota del riesgo peruano puede inducir al mercado a exigir *spreads* superiores a los que corresponde a los fundamentales macroeconómicos. Otro aspecto en discusión es la relevancia de que el gobierno salga al mercado a colocar bonos, en un contexto en que las cuentas macroeconómicas no prevén una brecha financiera; más aún en el contexto de un mercado internacional turbulento debido a los recientes acontecimientos en las economías emergentes, principalmente en Asia<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> / Información más completa sobre este método se encuentra en Santander Investment (1997a).

<sup>11</sup> / Para mayor detalle sobre la reciente crisis cambiaria en Asia se puede consultar Morales y Tuesta

**Gráfico 2**  
**Evolución de los spreads por préstamos externos peruanos**



### **Calificación BB por Standard & Poor's**

El 18 de diciembre de 1997, Standard & Poor's otorgó al Perú la calificación "BB" para las deudas soberanas de largo plazo en moneda extranjera y una calificación de "BBB-" para las deudas soberanas de largo plazo en moneda nacional. Además, esta empresa consideró como "estables" las calificaciones que otorgó al Perú.

Según Standard & Poor's, la nota del país estuvo limitada por el desbalance en los poderes políticos, serias deficiencias en infraestructura, la vulnerabilidad en la balanza de pagos, y el excesivo peso relativo de la deuda externa, tal como salió publicado en la nota de prensa *S&P ranked Peru as BB*. Sin embargo, en la misma nota de prensa se indica que el país estuvo favorecido por la puesta en marcha de importantes reformas estructurales, el incremento de las tasas de ahorro e inversión, la cautela en el manejo fiscal, el manejo monetario prudente, y el favorable ambiente para la inversión nacional y extranjera.

La calificación otorgada por Standard & Poor's significa la divulgación de un indicador calificado que brinda información adicional sobre la capacidad y voluntad de pagos de las deudas soberanas del Perú. La categoría "BB" indicaría un cierto grado de confianza en la viabilidad de la economía peruana en el mediano plazo. Esta calificación podría favorecer al Perú respecto a los flujos de capitales, tasas de interés y negociaciones comerciales. Sin embargo, estos efectos no serían visibles en el corto plazo porque los fondos de inversión no modifican sus carteras de inversión inmediatamente, existe una contracción de capitales de los mercados emergentes por la reciente crisis de Asia y por la tendencia de creciente de las cotizaciones internacionales.

## V. Conclusiones

Las agencias calificadoras toman en cuenta antecedentes e información económica, financiera, política y social en la decisión de otorgar una calificación de riesgo. Así, a mediados de 1997 el Perú podría haber sido calificado con una nota promedio a BB- (equivalente a Ba3 en el esquema de moody's) tal como lo señalaron algunos bancos de inversión. Sin embargo, en la medida que las empresas especializadas otorguen un mayor peso a los indicadores de desempeño económico reciente y a las perspectivas, la calificación de Perú podría ser superior. Esto último parecería ser el caso de la calificación BB otorgada por Standard & Poor's al Perú a mediados de diciembre de 1997.

Sin importar cual es el desempeño macroeconómico de un país, si ha incurrido en cesación de pagos su calificación será sustantivamente menor vis a vis a la de un país que no ha tenido cesación de pagos o antecedentes de moratoria. En otras palabras se puede decir que en el negocio de calificaciones de riesgo, "tu pasado te condena".

Otro factor importante en las calificaciones de riesgo son los coeficientes de deuda. Ello es algo que no favorece al Perú en cuanto, comparativamente sus coeficientes de deuda, respecto al PBI, exportaciones, etcétera, son relativamente superiores a la mayoría de los países con calificación similar.

Un componente que parecía ser importante desde nuestra perspectiva, debido a la elevada participación de la deuda pública respecto a la deuda externa total, cual es la consolidación fiscal, parece no tener la importancia relativa a la hora de decidir las calificaciones de riesgo soberano.

De otro lado, entre los "sesgos" detectados en algunos índices de riesgo sobresalen la lentitud con la que se revisan las calificaciones a medida que mejora la economía de un país y el efecto de la asimetría en el cambio de una calificación; es decir, el deterioro en la calificación es más rápidamente incorporado en el mercado que el registro de una mejoría.

Finalmente, hay que señalar que existe consenso entre las agencias calificadoras de que la sensación de inestabilidad política o de desbalance de poderes no es favorable en las calificaciones de riesgo.

## VI. Bibliografía

**Bank of America.**1997. “*Country risk monitor*”.

**Bear Stearns.** 1997. “*Sovereign ratings*, abril”.

**Bhandari, J.; N. Haque y S. Turnovsky.** 1986. “*Growth, debt, and sovereign risk in a small, open economy*”, Working Papers, No. 260.

**Brewer, T. y P. Rivoli.** 1990. “*Politics and perceived country creditworthiness in international banking*”, Journal of Money, Credit and Banking, vol.22, agosto, pp.357-369.

**Bulow, J. y K. Rogoff.** 1989. “*Sovereign debt: Is to forgive or to forget?*”, American Economic Review, vol.79 (Marzo), pp.43-50.

**Cantor, R. y F. Packer.** 1996.a. “*Determinants and impact of sovereign credit ratings*”, FRBNY Economic Policy Review, octubre, pp.37-53.

**Cantor, R. y F. Packer.** 1996.b. “*Multiple ratings and credit standards: Differences of opinion in the credit rating industry*”, FRBNY Staff Reports, abril, No.12.

**Cantor, R. y F. Packer.** 1995. “*Sovereign credit ratings*”, FRBNY Current Issues in Economics and Finance, junio, vol.1, No.3.

**Chase Bank.** 1997. “*The Chase framework for sovereign risk assessment*”.

**Ciarrapico, A.M.** 1992. “*Country risk: A theoretical framework of analysis*”. Aldershot: Dartmouth.

**Citicorp Securities Inc.** 1997. “*Finding relative value in the emerging markets. A guide for analysts*”, Emerging Market Research, junio.

**Comité de Supervisión Bancaria de Basilea.** 1991. “*Medición y control de los grandes riesgos crediticios*”, Boletín del CEMLA, vol.37, marzo-abril, suplemento.

**Cosset, J.C. y J. Roy.** 1991. “*The determinants of country risk ratings*”, Journal of International Business Studies, vol.22, No.1, pp.1135-1142.

**Cruz, M. y P. Tovar.** 1997. “*Evolución de los spreads por préstamos externos de las empresas. El caso peruano: 1992-1997*”. Inédito. Banco Central de Reserva del Perú.

**De Boysson, O.** 1997. “*Emerging countries: Market risks or solvency risk?*”, Conjoncture, Mayo 1997.

**Demirag, I. y S. Goddard.** 1994. “*Financial management for international business*”, London: McGraw- Hill Book Company.

**Duff & Phelps Credit Rating Co.** 1997. “*Global ratings. Sovereign, Corporate & Structured Finance*”.

**Duff & Phelps Credit Rating Co.** 1995. “*Sovereign rating methodology*”.

**Eaton, J., M. Gersovitz y J.E. Stiglitz.** 1986. “*The pure theory of country risk*”, European Economic Review, vol.48 (abril), pp.481-513.

- Eaton, J. y M. Gersovitz.** 1981. "Debt with potential repudation: Theoretical and empirical analysis", *Review of Economic Studies*, vol.48 (abril), pp.289-309.
- Eavis, P.** 1997. "A rumble in the ratings jungle", *Emerging Market Investor*, vol.4, pp.15-20.
- EFIC.** 1997. "Country risk gradings", agosto.
- Erb, C.; C. Harvey y T. Viskanta.** 1996. "Political risk, economic risk and financial risk", *Financial Analysts Journal*, Noviembre/Diciembre.
- Euromoney.** 1997. "Country risk ranking, setiembre".
- Falls, A.** 1997. "A guide to the sovereign risk radar charts", *Emerging Markets Reviews*, setiembre.
- Financial Times.** 1997. "Credit ratings in emerging markets", agosto.
- Fitch.** 1995. "Investment grade bond ratings".
- FMI.** 1997.a. "Estadísticas financieras internacionales", agosto.
- FMI.** 1997.b. *International capital markets. Developments, prospects and key policy issues*, julio.
- Freeman, R.** 1979. "Optimal international borrowing with default", *International Finance Discussion Paper*, No.129 (Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System).
- Goodman, L.** 1980. "The pricing of syndicated eurocurrency credits", *Federal Reserve bank of New York Quarterly*, Summer: 39-48.
- Haque, N.; M. Kumar: N. Mark y D. Mathieson.** 1996. "The economic content of indicators of developing country creditworthiness", *IMF Staff Papers*, vol.43, No.4, pp.688-724.
- Hefferman, S.** 1986. "Sovereign Risk Analysis." London: Unwin Hyman.
- Herring, R.J.** 1983. "Managing International Risk." Cambridge: Cambridge University Press.
- Howell, M.** 1997. "A question of balance", *Euromoney*, setiembre, pp.105-108.
- IBCA.** 1997. "IBCA credit rating process".
- Institutional Investor.** 1997. "Country credit", setiembre.
- Japan Center for International Finance.** 1997. "Sovereign forecast and rating", setiembre.
- Jorion, P.** 1997. "Value at risk: The new benchmark for controlling market risk", Chicago: Irwin.
- JP Morgan.** 1997. "Credit rating presentation to Standard & Poor's. Republic of Peru".
- Kobrin, S.J.** 1982. "Managing Political Risk Assessment: Strategic Response to Environmental Change". Berkeley: University of California Press.
- Lee, S.H.** 1993. "Are the credit ratings assigned by bankers based on the willingness of LDC borrowers to repay?" *Journal of Development Economics*, vol.40, pp.349-359.

- Merrill Lynch & Co.** 1997. "Peru: A shining economy", Economics, agosto.
- Moody's Investors Service.** 1997.a. "Sovereign ceilings for foreign currency ratings", octubre.
- Moody's Investors Service.** 1997.b. "Moody's analysis: Peru, agosto.
- Moody's Investors Service.** 1995. *Moody's international manual*", vol.3.
- Morales, J. y P. Tuesta.** 1997. "Crisis cambiaria en los países emergentes de Asia". Inédito. Banco Central de Reserva del Perú.
- Morgan Stanley Dean Witter.** 1997. "Peru", Emerging Markets Reviews, octubre.
- Morgan Stanley Dean Witter.** 1997. "Ecuador", Emerging Markets Reviews, setiembre.
- Murinde, V.** 1996. "Development Banking and Finance". England: Avebury.
- Nagy, P.J.** 1979. "Country risk: how to assess", quantify and monitor it, Euromoney, Abril.
- Overholt, W.H.** 1982. "Political Risk". Londres: Euromoney PLC.
- Paroush, J.** 1992. "Credit risk measurement", International Review of Economic and Finance, 1, 1: 33-41.
- Political Risk Service.** 1997. "International country risk guide", agosto.
- Rawkins, P.** 1992. "The analytics of country" reports and checklist, en: R.L. Solberg (1992), "Country- risk analysis".
- Salomon Brothers Inc.** 1997. "Emerging and sovereign market". Debt strategy and currency recommendatons, Economic & Market Analysis, agosto.
- Santander Investment.** 1997.a. "Sovereign credits and the bond market", Emerging Market Weekly, noviembre.
- Santander Investment.** 1997.b. "Do rating agency anomalies lead to market opportunities? ", Emerging Markets Weekly, octubre.
- Shirreff, D.** 1997. "Company-at-risk", Euromoney, junio, pp.64-66.
- Simon, J.D.** 1992. "Political-risk analysis for internacional banks and multinational enterprises", en: R.L. Solberg (1992), "Country-risk analysis".
- Solberg, R.L.** 1992. "Country-risk analysis", London and New York: Routledge.
- Standard & Poor's.** 1997. "Sovereign credit rating: A primer", Creditweek, abril.
- Standard & Poor's.** 1995. "Local currency debt rating criteria: An update", Creditweek, marzo.
- Standard & Poor's.** 1994. "Sovereign rating criteria", Creditweek, octubre.
- Swardard, D.** 1997. "Vaulting the sovereign ceiling", Latin Finance, No.87, pp.23-30.



## **Anexo:**

### **“S&P ranked Peru as BB”**

**Nota de Prensa de de Standard & Poor's**

(Press release provided by Standard & Poor's )

NEW YORK, Dec 18 - Standard & Poor's today assigned its double-B' long-term rating to the Republic of Peru's \$4.1 billion Brady bonds, which comprise:

- \$1.92 billion semi-annual variable-rate past due interest bonds due 2017,
- \$1.72 billion semi-annual variable-rate front-loaded interest reduction bonds due 2017,
- \$306.91 million semi-annual floating-rate discount bonds due 2027, and
- \$182.69 million semi-annual step-up par bonds due 2027.

Standard & Poor's also assigned its triple-B'-minus long-term and A-3' short-term local currency sovereign credit ratings, and its double-B' long-term and single-B' short-term foreign currency sovereign credit ratings to the Republic.

The outlook on the local and foreign currency ratings is stable.

#### **The ratings are constrained by:**

-- The weakness of Peru's democratic institutions and the resulting uncertainties associated with future political transitions, which have followed established procedures only intermittently in Peruvian history.

Although the concentration of power in the executive branch has been instrumental to the country's remarkable economic transformation, prospects for long-term stability could be supported by the development of more active political parties and a modernization of the judiciary and local governments.

-- Serious deficiencies in social and physical infrastructure, a legacy of decades of gross economic mismanagement and political turmoil. Social harmony will depend on continuing high social spending -- now 6.7% of GDP -- and private and public investment to alleviate these deficits on a long-term basis.

-- Balance of payments vulnerabilities. Although growing fast, exports remain low at 15% of GDP, and the current account deficit is expected to average 5%-6% of GDP over the medium term.

Direct investment should continue to finance over half of the deficit, while reserves cover a comparatively high 100% of annual financing requirements (current account plus amortization payments plus short-term debt) this year. Nevertheless, Standard & Poor's expects rising confidence-sensitive portfolio capital flows, coupled with commodity price volatility, to complicate external financial management medium term.

-- A sizable external debt burden. At an estimated 154% of export earnings this year, net external debt is twice the double-B' median -- as is gross debt -- while debt service, at 36% of exports, is also heavy. Public sector debt is almost all long-term and mainly official debt, and should trend down relative to exports medium term. However, Standard & Poor's expects this decline to be offset by growing private debt -- which jumped by \$1.7 billion this year -- and which will have a considerably riskier term structure.

#### **The ratings are supported by:**

-- An extraordinarily comprehensive and successful set of structural reforms implemented over the past seven years, forming a market-oriented economic policy framework that today compares favorably with that of most non-investment grade credits.

Trade liberalization, public finance reform, extensive privatization, effective banking supervision and regulation, and the autonomy of the Central Reserve Bank of Peru should continue to underpin relatively steady growth averaging 5%-6% medium term.

Rising investment and domestic savings -- currently 19.2% of GDP -- and strong productivity gains also support economic prospects.

-- A track record of cautious fiscal management, coupled with a flexible revenue and expenditure structure relative to peers. Personnel and interest costs combined absorb less than two-thirds of

revenues -- leaving over 4% of GDP for capital spending -- while value-added and income tax revenues have doubled as a share of GDP over the past five years.

The public sector borrowing requirement has declined steadily over the past five years -- notwithstanding minor election-related slippage in 1995.

Standard & Poor's expects broad fiscal balance this year and beyond. Seven years of uninterrupted compliance with IMF targets also distinguishes Peru from most peers.

-- Prudent monetary management which, in the context of a comparatively sound banking system, supports financial stability. Disinflation has been steady, with the CPI expected to rise just 7% this year. The recent strengthening of bank supervision and regulation, and significant foreign participation in the sector, should support system soundness.

However, as domestic credit continues to expand by as much as 20%-30% annually, vigilance will be essential to maintain adequate asset quality -- with nonperforming loans now about 6% of the total. With 75% of loans dollar-denominated, asset quality could be exposed to unexpected exchange-rate movements.

-- An attractive environment for domestic and foreign investment. Key factors include important natural resource endowments, a liberal and transparent investment regime, and a flexible labor code.

The higher local currency rating also emphasizes the low level of government debt -- currently 33% of GDP -- and Standard & Poor's expectation that public sector equilibrium will permit further declines medium term. It also reflects the Central Reserve Bank of Peru's autonomy and the only modest contingent liability posed by the banking system, with domestic credit currently just 21% of GDP.

#### **OUTLOOK: STABLE**

Continuing improvement in Peru's creditworthiness will hinge in part on the Fujimori government's ability to transform the source of its success from personal leadership to institutional depth. Alongside sound macroeconomic and structural economic policies, the quality of governance -- in terms of transparency and management of corruption -- today compares comfortably with peers.

However, these achievements could be secured by stronger public and civic institutions. Also, domestic and external security risks, while currently in the background, could potentially re-emerge as a rating factor.

Finally, as integration with the global financial system deepens, creditstanding will depend increasingly on continuing effective management of inflows of confidence-sensitive capital, volatile commodity prices, and rapid growth in private domestic and external borrowing, Standard & Poor's said.

REUTER [nN18239465]