



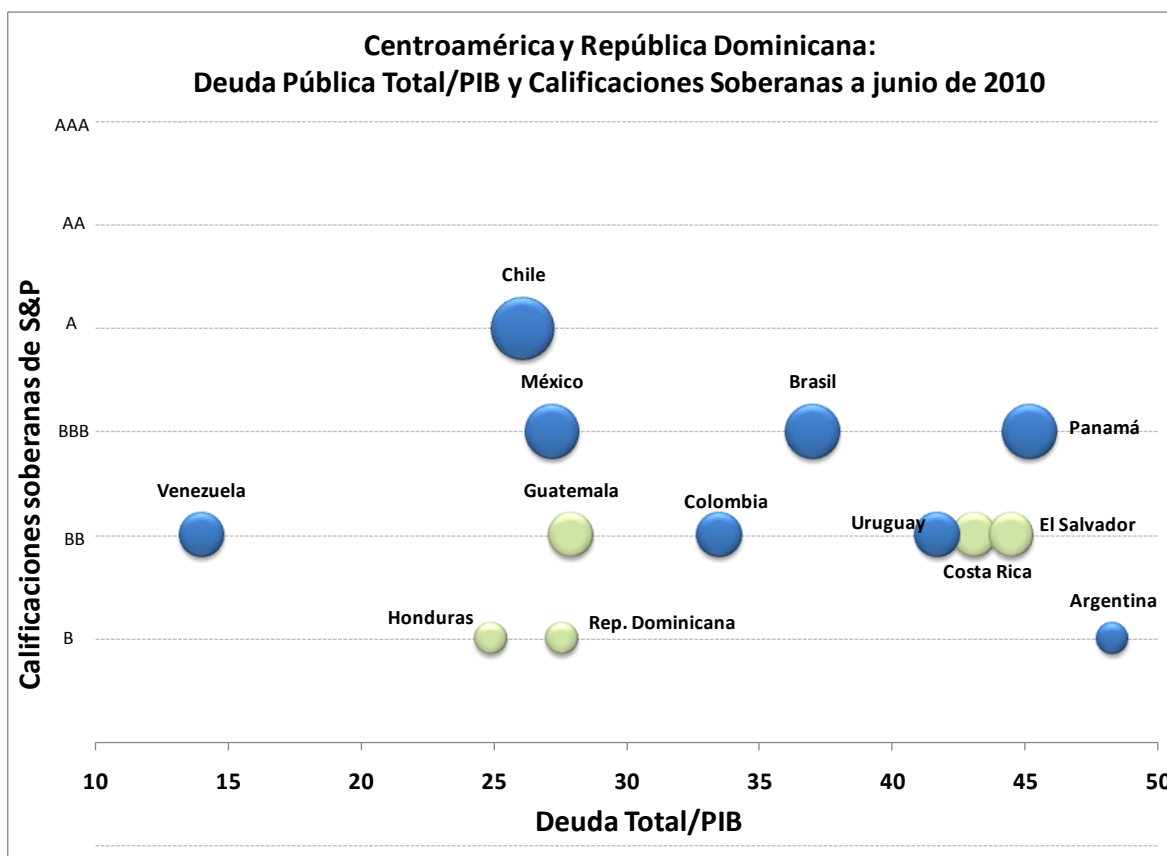
Centroamérica y República Dominicana –CARD– Informe Trimestral de Riesgo País Junio de 2010

I. Panorama General

Moody's Investor Service modificó al alza durante el segundo trimestre las calificaciones de riesgo país en moneda extranjera de Guatemala, Nicaragua y República Dominicana. Algunos de los criterios sobre los que sustentó dichos cambios fueron: para el caso de Guatemala, un ambiente macroeconómico estable, apoyado en políticas fiscales y monetarias prudentes; para Nicaragua, mejorías en los principales indicadores de deuda y en general bajos déficits fiscales; y, en el caso de la República Dominicana, un nivel de resistencia económica y financiera, mayor a lo esperado, ante los shocks externos.

No obstante lo anterior, en la región CARD persiste la necesidad de mejorar el bienestar económico para alcanzar el grado de inversión y posicionarse a la altura de países como Chile, Brasil, México o Panamá (Gráfico 1).

Gráfico 1



II. Panorama por país

2.1 Costa Rica

Sobre Costa Rica vale la pena destacar lo concluido por el FMI, en la tercera y última revisión del programa económico en el marco del Acuerdo Stand-By, en el sentido de que la recuperación económica de Costa Rica, está tomando impulso respaldada por un aumento en la confianza de los consumidores y empresarios. Las medidas integrales implementadas por las autoridades como respuesta a la crisis mundial, sentaron una base sólida para la recuperación. La situación de la balanza de pagos se ha fortalecido, y el tipo de cambio ha fluctuado en la parte inferior de la banda. Las sólidas perspectivas de la demanda interna generan riesgos de incrementos en la brecha del producto y subrayan la necesidad de reequilibrar la combinación de políticas macroeconómicas. Así, advierte que si bien la orientación expansiva de la política fiscal adoptada en 2009 fue decisiva para atenuar el impacto de la crisis mundial en la actividad económica, en la medida en que la recuperación se vuelva autosostenible, será importante comenzar a retirar el estímulo fiscal durante 2010 y prever una consolidación fiscal sustancial a partir de 2011.

Cuadro 1

Costa Rica: Calificaciones de Riesgo País
Largo Plazo en Moneda Extranjera

País	Junio 09		Septiembre 09		Diciembre 09		Marzo 10		Junio 10	
	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia
Fitch Ratings	BB	Estable	BB	Estable	BB	Estable	BB	Estable	BB	Estable
Institutional Investors ^{1/}	n.d.	n.d.	53.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moody's Investor Service	Ba1	Positiva	Ba1	Positiva	Ba1	Positiva	Ba1	Positiva	Ba1	Positiva
Standard and Poor's	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moody.com>; y, <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publica calificaciones dos veces al año
n.d.: no disponible

Además, el FMI destaca que, a pesar de que la inflación se redujo a niveles bajos de un solo dígito durante 2009 y la inflación subyacente se ha mantenido estable recientemente, las expectativas de inflación se mantienen por encima de la meta de inflación para fin de año, en parte, debido a las sólidas perspectivas de la demanda interna. De esa cuenta recomienda que el Banco Central se prepare para ajustar su política monetaria si esta situación persiste. También recomendó la transición hacia un sistema de metas de inflación que implique la adopción de un régimen cambiario con mayor flexibilidad que adopte mecanismos basados en reglas para minimizar la volatilidad del tipo de cambio. Eso implicaría migrar del sistema de bandas a un régimen flexible sin bandas. Añade además, que el sistema bancario muestra solidez, al evidenciar una reversión en el modesto deterioro de los indicadores prudenciales observado en 2009, pero que se debe avanzar en la reforma del sector financiero incluida, la aprobación de proyectos de ley

para reforzar la red de protección del sector, recapitalizar el banco central y permitir una supervisión consolidada, todo ello para contribuir a aumentar la capacidad de resistencia del sistema.

2.2 El Salvador

Si bien las agencias calificadoras no han variado la calificación de riesgo país en este trimestre (Cuadro 2), *Fitch Ratings* manifestó su preocupación porque la consolidación fiscal en los próximos años “podría enfrentar retos ante un menor desempeño en el crecimiento y los ingresos, y/o una demora en la implementación de estrategias para ahorrar gastos”. Al respecto, *Fitch Ratings* estima que El Salvador tendrá un crecimiento económico de 1% para 2010 y de 1.8% para 2011, niveles que comparan por debajo de la mediana de los países con calificación ‘BB’ entre un 3% y 4%. Dicha estimación es conservadora en contraste con la del BCIE (2.3%) y CEPAL (2%), en virtud de la estrechez económica del país, los bajos niveles de inversión y una continua incertidumbre económica y política. Dicha estimación se ubica por debajo del crecimiento promedio estimado para América Latina (3.6%) e incluso de la región Centroamérica (2.7%). En efecto, según el Índice de Volumen Actividad Económica, IVAE, no fue sino hasta en marzo de 2010 que cambió a signo positivo después de 20 meses de mostrar la tendencia ciclo valores negativos. Así, la agencia considera además, que El Salvador se ve perjudicado en la relación deuda-ingresos por el bajo crecimiento económico y mayores déficit fiscales.

A lo anterior se añade, el clima de inseguridad y violencia que vive el país, que en opinión de analistas, afecta el panorama de negocios e inversión en El Salvador. Lo anterior tiene consecuencias económicas de importancia. Por ejemplo, en un informe reciente de la CEPAL, se argumenta que El Salvador fue uno de los países de Latinoamérica que registró una mayor caída en los flujos de inversión extranjera directa (45%) durante 2009, superando inclusive a Honduras, por un punto porcentual.

Cuadro 2

El Salvador: Calificaciones de Riesgo País
Largo Plazo en Moneda Extranjera

País	Junio 09		Septiembre 09		Diciembre 09		Marzo 10		Junio 10	
	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia
Fitch Ratings	BB	Negativa	BB	Negativa	BB	Negativa	BB	Negativa	BB	Negativa
Institutional Investors ^{1/}	n.d.	n.d.	47.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moody's Investor Service	Baa3	Estable	Baa3	RUR-	Ba1	Negativa	Ba1	Negativa	Ba1	Negativa
Standard and Poor's	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moody.com>; y, <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publica calificaciones dos veces al año
n.d.: no disponible

2.3 Guatemala

Según el último reporte de *Moody's Investor Service*, “un ambiente macroeconómico estable, apoyado en políticas fiscales y monetarias prudentes” favorecieron para que la agencia modificara su calificación a *Ba1* desde *Ba2* (a un peldaño de alcanzar el grado de inversión) homologándola con Costa Rica y El Salvador. Así, la calificación otorgada queda por arriba de *Standard and Poor's*, aunque igual a la de *Fitch Ratings* (Cuadro 3), en un ambiente de incertidumbre donde la tendencia en el ámbito mundial es a disminuir las calificaciones de riesgo país. Sin embargo, la agencia advierte “niveles comparativamente bajos de desarrollo económico”, que se constituye en un reto a la hora de subir impuestos para hacer frente a importantes necesidades sociales y de infraestructura. La agencia también considera como una amenaza, el crecimiento del déficit fiscal/PIB, sobre todo en los últimos dos años, que supera los ratios en torno a 1.7% promedio, observados a partir de 2002.

Y es que si bien el país muestra un largo historial de responsabilidad fiscal al honrar sus compromisos de deuda pública y poseer al mismo tiempo una deuda manejable equivalente al 23% del PIB (todavía favorable comparado con el 45% que manejan los países con calificaciones similares), la misma se pone en riesgo ante la necesidad de hacer frente a la reconstrucción del país después de la erupción del Volcán de Pacaya y la tormenta tropical Ágatha. Ambos fenómenos ocurrieron entre mayo y junio de 2010, y podrían comprometer el crecimiento económico previsto para este año de entre 1.3% - 2.1%, ya que según cifras preliminares, daños estimados a la infraestructura productiva agrícola del país superan los US\$107.2 millones.

No obstante, el FMI considera que “la recuperación económica está afianzándose”, atribuido en parte a las “medidas de política económica tomadas por las autoridades en respuesta a la crisis, respaldadas por el Acuerdo Stand-By”, lo cual podría suponer, gracias también a la mejora de las perspectivas económicas mundiales, un crecimiento real del PIB por encima del 2% en 2010, aunque recomienda una revisión de la política de gasto para el mismo año, sobre todo tras los fenómenos naturales sufridos.

Cuadro 3

Guatemala: Calificaciones de Riesgo País
Largo Plazo en Moneda Extranjera

País	Junio 09		Septiembre 09		Diciembre 09		Marzo 10		Junio 10	
	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia
Fitch Ratings	BB+	Estable	BB+	Estable	BB+	Estable	BB+	Estable	BB+	Estable
Institutional Investors ^{1/}	n.d.	n.d.	44.9	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moody's Investor Service	Ba2	Estable	Ba2	Estable	Ba2	Estable	Ba2	Estable	Ba1	Estable
Standard and Poor's	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B	BB	Estable/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moody.com>; y, <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publica calificaciones dos veces al año
n.d.: no disponible

2.4 Honduras

Como lo demuestra el Índice Mensual de la Actividad Económica del REM No. 132¹, Honduras ocupa junto a Nicaragua, el tercer lugar en dicho indicador, superados sólo por República Dominicana y Costa Rica, lo que hace suponer que se encuentra en la senda de la recuperación económica, y que en efecto se podría cumplir las previsiones de organismos como la CEPAL y del FMI que estiman un crecimiento del PIB del 1.5% y 2% para 2010, respectivamente. Este resultado parece alentador a fin de revertir la pérdida de 150 mil empleos que estimó el Ministerio de Trabajo sólo en los primeros cinco meses del año, como resultado del notable incremento al salario mínimo efectuado en 2009, los efectos de la recesión financiera internacional y de la crisis política local.

Sin embargo, el mismo REM informa que Honduras es el país que más rápido ha incrementado su deuda total respecto del año previo (28%), seguido de Costa Rica (20%) y República Dominicana (15%), concretamente en la deuda interna, que muestra un incremento del 121% en el período de análisis, en tanto que la deuda externa, que explica el 61% de la deuda total, solo ha crecido 1%, lo que sugiere la dificultad que el país ha enfrentado para financiarse en el mercado externo. Esta tendencia parece continuar su curso en el corto plazo, dado que la autoridad monetaria anunció que pondrá a la venta alrededor de unos US \$300.0 millones, a fin de cubrir, en parte, el déficit presupuestario para 2010. Y es que en tanto el FMI no se pronuncie sobre la factibilidad de alcanzar un acuerdo económico, Honduras seguiría encarando dificultades para acceder a los recursos ofrecidos del BM y del BID.

Cuadro 4

Honduras: Calificaciones de Riesgo País
Largo Plazo en Moneda Extranjera

País	Junio 09		Septiembre 09		Diciembre 09		Marzo 10		Junio 10	
	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia
Fitch Ratings	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Institutional Investors ^{1/}	n.d.	n.d.	32.7	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moody's Investor Service	B2	Estable	B2	Estable	B2	Estable	B2	Estable	B2	Estable
Standard and Poor's	B+	Estable/B	B	Estable/B	B	Estable/B	B	Estable/B	B	Estable/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moody's.com>; y, <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publica calificaciones dos veces al año

n.c.: No Califica

n.d.: no disponible

Dentro de este contexto, el Gobierno de Honduras ha logrado implantar una reforma fiscal que busca reducir las necesidades de financiamiento y retomar la sostenibilidad fiscal en el mediano plazo, al ampliar la base de contribuyentes, agrupar aquellos que no están declarando, reducir las exoneraciones otorgadas a regímenes especiales y en

¹ Disponible en http://www.secmca.org/ESTADISTICAS_INDICADORES/REM/REM_resumena.xls

general aumentar los ingresos fiscales. Esta reforma se instauró a través de la “Ley de Fortalecimiento de los ingresos, equidad social y racionalización del gasto público”, aprobada en marzo de 2010 que efectúa entre otros, cambios en el impuesto selectivo de consumo, el impuesto sobre ventas, retención por compras en concepto de impuesto sobre la renta o activo neto, así como las reformas a los impuestos sobre la producción.

2.5 Nicaragua

Moody's Investors Service mejoró la calificación crediticia de la deuda en moneda extranjera ubicándola en *B3*, un escalón arriba del *Caa1* anterior (Cuadro 5), alineándola con su nota de bonos domésticos, y manteniendo un panorama de calificación de grado especulativo en *estable*. Además, la calificadora señala que la "débil posición económica de Nicaragua y las continuas preocupaciones sobre la estabilidad financiera e institucional, con mejorías en las principales métricas de deuda y en general bajos déficits fiscales" fueron determinantes para la calificación.

La agencia advierte que el bajo desarrollo económico se mantiene como una presión sobre las notas de largo plazo, además de que el riesgo político afectó la calificación, dado que “la polarización política se ha incrementado en el país en la antesala de las elecciones presidenciales del próximo año”. Apoyando las calificaciones gubernamentales están las mejoras a las principales métricas de deuda, ambas resultado de condonaciones de deuda internacional, que según estimaciones de la agencia, la deuda como porcentaje del PIB caería a un estimado 45 por ciento este año, desde más del 130 por ciento en el 2003.

Cuadro 5

Nicaragua: Calificaciones de Riesgo País
Largo Plazo en Moneda Extranjera

País	Junio 09		Septiembre 09		Diciembre 09		Marzo 10		Junio 10	
	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia
Fitch Ratings	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.
Institutional Investors ^{1/}	n.d.	n.d.	19.5	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moody's Investor Service	Caa1	Estable	Caa1	Estable	Caa1	Estable	Caa1	Estable	B3	Estable
Standard and Poor's	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.	n.c.

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moody.com>; y, <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publica calificaciones dos veces al año

n.c.: no califica

n.d.: no disponible

2.6 República Dominicana

Desde la última modificación de la calificación de riesgo país en moneda extranjera en mayo de 2007, Moody's Investors Service mejoró la calificación de riesgo país en moneda extranjera de *B2* a *B1*, con perspectiva *estable* (Cuadro 6), argumentando que, a pesar de tratarse de una economía abierta fuertemente vinculada con los Estados Unidos de Norteamérica, demostró un nivel de resistencia económica y financiera a shocks externos mayor a lo esperado. Destacó el alto crecimiento económico del país (al primer trimestre

de 2010, el PIB reportó un crecimiento de 7.5 por ciento), lo que denota una mayor capacidad de enfrentar choques externos con relación al pasado. Respecto de la política macroeconómica, sobresale las limitantes en la flexibilidad de la política fiscal, que se contrarrestó con el manejo prudencial de la política monetaria y cambiaria, que mitigó el impacto adverso de las condiciones externas sobre la actividad económica local.

Además, la agencia calificadora indicó que los esfuerzos oficiales para desarrollar un mercado nacional para los bonos del Gobierno favoreció también, entre otros aspectos, la decisión de elevar la calificación. Sin embargo, considera que para futuras mejoras en la calificación, se requeriría por un lado, confirmación de que la fase de consolidación fiscal prevista en el programa con el FMI está avanzando, así como indicios de la continua expansión y profundización financiera en el mercado interno de bonos gubernamentales, en combinación con la evidencia de un progreso tangible en la reforma del sector electricidad. Sobre lo anterior, el FMI comunicó en su última visita sobre la segunda revisión del Acuerdo Stand-By, que se cumplieron todos los criterios de desempeño e indicadores de referencia estructurales. Pero advierte que, a pesar del progreso en todos los ámbitos de la agenda estructural, persisten retrasos en la aplicación de la reforma del sector eléctrico. Además, alabó que las autoridades hayan diseñado una estrategia para mejorar la recaudación de impuestos a través de mejoras en la administración tributaria y la racionalización de las exenciones fiscales, en adición al plan para lograr el cumplimiento de todos los principios básicos de Basilea para la supervisión bancaria eficaz.

Cuadro 6

República Dominicana: Calificaciones de Riesgo País
Largo Plazo en Moneda Extranjera

País	Junio 09		Septiembre 09		Diciembre 09		Marzo 10		Junio 10	
	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia	Calificación	Tendencia
Fitch Ratings	B	Estable	B	Estable	B	Estable	B	Estable	B	Estable
Institutional Investors ^{1/}	n.d.	n.d.	38.3	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Moody's Investor Service	B2	Estable	B2	Estable	B2	Estable	B2	Estable	B1	Estable
Standard and Poor's	B	Estable/B	B	Estable/B	B	Estable/B	B	Estable/B	B	Estable/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moody.com>; y, <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publica calificaciones dos veces al año
n.d.: no disponible

III. Resumen de calificaciones

A continuación se presenta un cuadro resumen de las distintas calificaciones por país según agencia calificadoras, durante el segundo trimestre de 2010.

Cuadro 7

País	Resumen de Calificación de Riesgo País, Largo Plazo							
	Fitch Ratings		Institutional Investors ^{1/}		Moody's Investor Service		Standard and Poor's	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
Costa Rica	BB	Estable	n.d.	n.d.	Ba1	Positiva	BB	Estable/B
El Salvador	BB	Negativa	n.d.	n.d.	Ba1	Negativa	BB	Estable/B
Guatemala	BB+	Estable	n.d.	n.d.	Ba1	Estable	BB	Estable/B
Honduras	n.c.	n.c.	n.d.	n.d.	B2	Estable	B	Estable/B
Nicaragua	n.c.	n.c.	n.d.	n.d.	B3	Estable	n.c.	n.c.
Rep. Dominicana	B	Estable	n.d.	n.d.	B1	Estable	B	Estable/B

Fuente: <http://www.fitchratings.com>; <http://www.iimagazine.com>; <http://www.moodys.com>; y, <http://www.standardandpoors.com>

^{1/} Institutional Investors publica calificaciones dos veces al año

n.c.: no califica

n.d.: no disponible

Anexo I

**Fitch Ratings, Moody's Investors Service y Standard & Poor's:
Interpretación de las Calificaciones de Riesgo País**

Grado de inversión			Sub-grado de inversión		
Fitch Ratings	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch Ratings	Moody's Investors Service	Standard & Poor's
AAA	Aaa	AAA	BB+	Ba1	BB+
AA+	Aa1	AA+	BB+	Ba2	BB+
AA	Aa2	AA	BB-	Ba3	BB-
AA-	Aa3	AA-	B+	B1	B+
A+	A1	A+	B	B2	B
A	A2	A	B-	B3	B-
A-	A3	A-	CCC+	Caa1	CCC+
BBB+	Baa1	BBB+	CCC	Caa2	CCC
BBB	Baa2	BBB	CCC-	Caa3	CCC-
BBB-	Baa3	BBB-	CC	Ca	CC
			C	C	C
			D		D