

MOODY'S
LOCAL

Panamá, marzo 2026, Evento Anual Superintendencia del Mercado
de Valores – Desempeño del Mercado de Valores 2025

DE LA INCERTIDUMBRE A LA CERTEZA
EL ROL DE LAS CALIFICADORAS DE RIESGO

JUAN MANUEL
MARTANS

GENERAL MANAGER – MOODY'S LOCAL PANAMÁ



Orígenes de las CRA (Credit Ratings Agencies)

TRES ACTORES FUNDADORES DE LAS CRA

MOODY'S

Fundada en 1909. Cubre más de 135 países y 11,000 emisores corporativos a nivel global.

MOODY'S
LOCAL

S&P Global

La más antigua (1860).

Fitch Ratings

Especializada en análisis de riesgo soberano y corporativo.

Fitch, S&P y Moody's conforman las 'Tres Grandes' que determinan significativamente las condiciones de acceso al crédito internacional.

Orígenes de las CRA

HITOS



Bank Regulation of 1930s

- The Banking Act of 1933 (Glass-Steagall Act)
 - Banks can't do investment banking
 - Established the FDIC
 - Fed caps TD rates and prohibits int on DDs
 - Inc'd capital requirements on national banks
- The Banking Act of 1935
 - Expand Fed powers on capital reqs and rates
 - OCC powers to charter national banks



Nationally Recognized Statistical Rating Organization

- In 1975, the U.S. Securities Exchange Commission established the 'Nationally Recognized Statistical Rating Organization' (NRSRO) designation
- Three of best known rating agencies in the U.S. were named:
 - Moody's Investor Services
 - Standard and Poor's
 - Fitch Rating
- In 2003, the SEC approved a fourth NRSRO, Dominion Bond Rating Services (DBRS) from Canada.



Source: Saunders Learning Group, LLC, Andover, ME



Key Principles of the Dodd-Frank Act

- Volcker rule for prohibition on banks making risky derivatives based investments with their own funds
- Creation of Consumer Financial Protection Bureau to supervise and enforce consumer protection laws
- Capital and margins requirement for portions of swaps market overseen by SEC
- Greater transparency of loan-level data
- Oversight for advisors to states that raise cash in municipal bond markets
- Stricter control to ensure firms adhere to ratings standards

Source: Market Realist

The Securities Act of 1933

- ✓ The Securities Act of 1933 deals with the issue of original distribution of securities by issuing corporations.
- ✓ Except for certain private and limited offerings the 1933 act requires that a registration statement be filed with the SEC and that a prospectus be provided to each potential purchaser.

Source: Business Law

Key Principles of the Dodd-Frank Act

Volcker rule for prohibition on banks making risky derivatives based investments with their own funds

Creation of Consumer Financial Protection Bureau to supervise and enforce consumer protection laws

Capital and margins requirement for portions of swaps market overseen by SEC

Greater transparency of loan-level data

Oversight for advisors to states that raise cash in municipal bond markets

Stricter control to ensure firms adhere to ratings standards

Orígenes de las CRA

FUERA DE LOS EE.UU

- En 1972 se creó la primera CRA fuera de EE.UU la canadiense Dominion Bond Rating Services, en Europa se creó la primera CRA en España en 1985 Renta 4 S.A., y en LATAM la primera CRA data de 1988 en Chile.
- Desde mediados de los 90's IOSCO incluye la actividad de las CRA en sus Principios.
- En Panamá se introdujo la figura de CRA mediante el **Decreto Ley 1 de 1999** que creó la Comisión Nacional de Valores (hoy Superintendencia del Mercado de Valores).
- El Título III Capítulo II del Texto Único de la LMV regula la actividad de las Calificadoras de Riesgo que operan en Panamá.

Orígenes de las CRA

FUERA DE LOS EE.UU

- A marzo de 2026 se encuentran registradas ante la SMV diez (10) CRA.
- Moody's Local PA opera en Panamá desde el año 2004.
- Aunque existen más de 150 calificadoras en el mundo, solo Moody's Ratings, Standard & Poor's (S&P Global Ratings) y Fitch Ratings ostentan vocación global con un alto porcentaje del mercado global, calificando a la mayoría de los gobiernos del mundo. El resto de las agencias, como por ejemplo la canadiense Dominion Bond Rating Service, la estadounidense A.M. Best (especialista en calificaciones de las empresas aseguradoras), Kroll Bond Rating Agency, la japonesa Japan Credit Rating Agency, y otras CRA especializadas en algún sector y las domésticas comparten el porcentaje restante del mercado global.

Concepto moderno de las CRA y de la calificación de Riesgo





Las CRA's son entidades que evalúan la CAPACIDAD DE PAGO principalmente de Gobiernos, entidades financieras, empresas industriales, de servicios, fondos de inversión y emisores de valores, de forma oportuna - Principal e Intereses de una deuda.

Generalmente las CRA están sometidas a regulación y supervisión de autoridades regulatorias financieras.



Obligaciones de las CRA

- Código de conducta. Quality and integrity of the rating process.
- Conflictos de interés. Independence and management of conflicts of interest.
- Publicidad. Transparency and timeliness of ratings disclosure.
- Metodología de calificación. Methodologies.
- Debido Uso de Información Confidencial. Sound Use of Confidential information.



Nomenclatura estándar

Cómo podemos clasificar los umbrales de riesgo:

- ❖ Alto grado de inversión **AAA**
- ❖ Grado medio superior de inversión **A / AA**
- ❖ Grado medio bajo de inversión **BBB**

- ❖ Especulativo sin grado de inversión **BB**
- ❖ Muy especulativo **B**

Grado Sustancial de Riesgo **CCC**

Extremadamente Especulativo / gran riesgo de impago **CC / C**

En defecto **D**

Grado de Inversión



Grado Especulativo



AAA

AA+

AA

AA-

A+

A

A-

BBB+

BBB

BBB-

BB+

BB

BB-

B+

B

B-

CCC+

CCC

CCC-

CC

C

D

Nomenclatura estándar

La calificación no es estática en el tiempo

Por las condiciones de mercado los ratings pueden variar en función de muchas variables como la evolución del negocio o factores internos o externos.

Las agencias de calificación suelen emitir una perspectiva (*rating outlook*) que puede ser de tres formas:

Perspectivas

Perspectiva	Interpretación
Positiva	A futuro, el escenario más probable es que la calificación mejore. Ej. BBB Con perspectiva Positiva
Estable	A futuro, el escenario más probable es que la calificación se mantenga. Ej. BBB con perspectiva Estable.
Negativa	A futuro, el escenario más probable es que la calificación desmejore. Ej. BBB Con perspectiva Negativa.

Nomenclaturas en escala Nacional LARGO PLAZO

Grado de Inversión

Grado Especulativo

Otras CRA	MOODY'S Local PA
AAA (pan)	AAA.pa
AA+ (pan)	AA+.pa
AA (pan)	AA.pa
AA- (pan)	AA-.pa
A+ (pan)	A+.pa
A (pan)	A.pa
A- (pan)	A-.pa
BBB+ (pan)	BBB+.pa
BBB (pan)	BBB.pa
BBB- (pan)	BBB-.pa
BB+ (pan)	BB+.pa
BB (pan)	BB.pa
BB- (pan)	BB-.pa
B+ (pan)	B+.pa
B (pan)	B.pa
B- (pan)	B-.pa
CCC+ (pan)	CCC+.pa
CCC (pan)	CCC.pa
CCC- (pan)	CCC-.pa
CC (pan)	CC.pa
C (pan)	C.pa
D (pan)	E.pa

**Nomenclatura en escala
Nacional de CORTO PLAZO**

Grado de Inversión

ML A-1.pa.

ML A-2.pa

ML A-3.

Grado Especulativo

ML B.pa

ML C.pa

ML E.pa

**Nomenclaturas
en escala internacional**

Grado de Inversión

Grado Especulativo

S&P	MOODY'S	FITCH
AAA	Aaa	AAA
AA+	Aa1	AA+
AA	Aa2	AA
AA-	Aa3	AA-
A+	A1	A+
A	A2	A
A-	A3	A-
BBB+	Baa1	BBB+
BBB	Baa2	BBB
BBB-	Baa3	BBB-
BB+	Ba1	BB+
BB	Ba2	BB
BB-	Ba3	BB-
B+	B1	B+
B	B2	B
B-	B3	B-
CCC+	Caa1	CCC+
CCC	Caa2	CCC
CCC-	Caa3	CCC-
CC	Ca	CC
C	C	C
D	D	D

CALIFICACIÓN INTERNACIONAL VS. DOMÉSTICA

Para calificaciones internacionales:

S&P Global
Moody's Ratings
Fitch Ratings

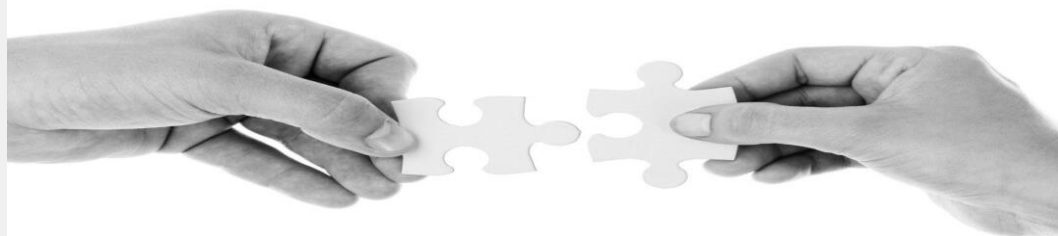


Hay tres diferencias importantes:

- 1) Conceptual
- 2) Metodológicas
- 3) Escalas/Nomenclatura – Techo Soberano

Para calificaciones locales (Panamá):

Moody's Local PA
Fitch Centroamérica
BRC
PCR y otras.



En Resumen - Conceptualización de Calificación

Es una Opinión de un Tercero Independiente sobre la capacidad de que una Entidad, Ente o una Emisión de Instrumentos de Deuda cumpla con sus obligaciones de pago según las condiciones pactadas inicialmente Riesgo de Crédito.

Es una opinión, con las siguientes características:

- Es fundamentada.
- Es de un Tercero.
- Es independiente.
- Es especializada.
- No se obtiene mediante “fórmula”.
- Cada análisis tiene particularidades en cada caso, en función a la industria, el marco regulatorio y las características del instrumento que se está calificando.

Conceptualización de Calificación

- La calificación de riesgo **no es**:
 - Una auditoría.
 - Una Asesoría Financiera.
 - Recomendación de comprar/vender/mantener una inversión o acreencia.
 - Opinión sobre el rendimiento de un instrumento.
 - Opinión sobre la gestión de una entidad.



Retos en Mercados No Desarrollados:

- Los inversionistas enfrentan **información incompleta, dispersa y heterogénea** sobre emisores e instrumentos.
- Existe dificultad para **comparar riesgos** entre distintos emisores, sectores y jurisdicciones.
- En mercados emergentes, la incertidumbre se amplifica por **menor profundidad, liquidez y estandarización**.
- La incertidumbre se traduce en **mayores primas de riesgo, decisiones conservadoras o exclusión del mercado**.



Incertidumbre → Información estructurada → Certeza

- Proveen una **opinión independiente y especializada** sobre la capacidad de pago y el riesgo crediticio.
- **Reducen asimetrías de información** mediante un lenguaje común y estandarizado del riesgo.
- Facilitan la **comparabilidad** entre emisores, instrumentos y mercados.
- Contribuyen a la **disciplina de mercado**, diferenciando riesgos y evitando castigos indiscriminados.
- 🖱️ *Las calificaciones no eliminan el riesgo, pero convierten la incertidumbre en riesgo comprensible y gestionable.*



Incertidumbre → Información estructurada → Certeza



- **Función informativa clave.** Las calificadoras generan información especializada sobre riesgo crediticio, facilitando decisiones de inversión complejas.
- **Construcción de confianza.** Ofrecen evaluaciones independientes que fomentan la confianza entre emisores, inversionistas y reguladores.
- **Relevancia en América Latina.** En mercados latinoamericanos en desarrollo, las calificadoras son esenciales para comprender y monitorear el riesgo.
- 👉 *Las calificaciones no eliminan el riesgo, pero convierten la incertidumbre en riesgo comprensible y gestionable.*

Mensaje central: evidencia empírica para América Latina

Relación entre calidad crediticia y desarrollo del mercado de capitales

- **Relación calidad crediticia y mercados.** La calidad crediticia está vinculada con mercados de capitales más profundos y resilientes en América Latina.
- **Impacto en costos y acceso.** Mejores calificaciones crediticias se asocian con menores costos y spreads en los mercados de capitales y facilitan el acceso al mercado para emisores debutantes y recurrentes en América Latina.
- **Transparencia y asignación eficiente.** Calificaciones confiables mejoran transparencia, reducen asimetrías y permiten asignación eficiente de capital.
- **Rol en crecimiento económico.** Calidad crediticia apoya desarrollo financiero y financiamiento de inversión de largo plazo en la región.



Mensaje central: evidencia empírica para América Latina Profundización, diversificación y base inversionista



- **Diversificación de emisores**

Los mercados latinoamericanos mostraron más emisores con calificación pública y variedad en emisiones entre 2015 y 2025.

- **Expansión de base inversionista**

Fondos de pensiones, aseguradoras y gestores internacionales han ampliado su presencia en los mercados latinoamericanos.

- **Importancia de información estandarizada**

Inversionistas institucionales requieren datos comparables y estandarizados para invertir sosteniblemente en mercados emergentes.

- **Mayor estabilidad y profundidad**

Calificaciones y reportes periódicos han impulsado estabilidad y profundidad en los mercados latinoamericanos.

Mensaje central: evidencia empírica para América Latina

Crecimiento de Mercados de Bonos en la Región

- **Crecimiento sostenible del mercado**

El mercado de bonos en América Latina ha crecido consistentemente entre 2015 y 2025 en términos absolutos y relativos al PIB.

- **Mayor participación y financiamiento**

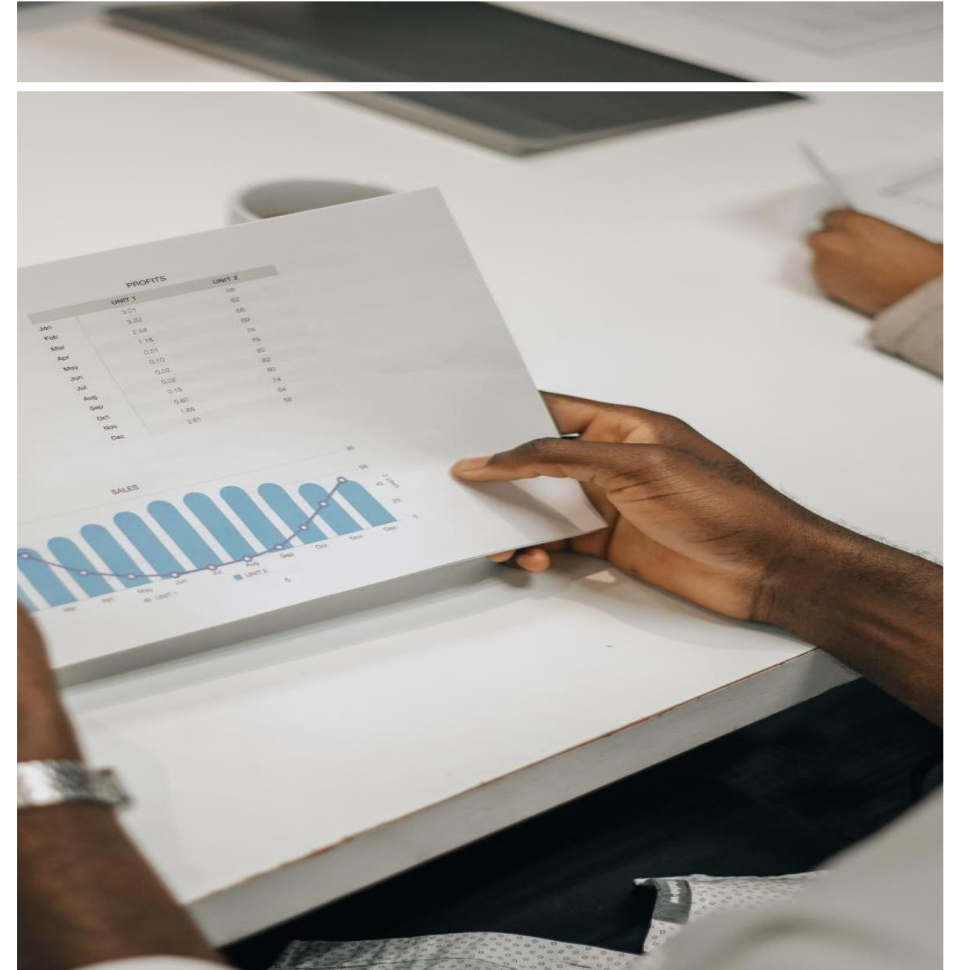
La expansión se observa con mayor emisión de bonos soberanos y corporativos, ampliando el financiamiento vía mercado de capitales.

- **Mejoras en divulgación y calificaciones**

Se han mejorado los marcos de divulgación y aumentado el uso de calificaciones crediticias para facilitar acceso al mercado.

- **Resiliencia ante volatilidad**

Mercados con información estandarizada y seguimiento crediticio muestran mejor recuperación tras episodios de volatilidad.



CASOS DE ÉXITO: UPGRADES Y SU IMPACTO EN EL MERCADO BURSÁTIL

BR BRASIL

Rating: Ba2 / BB- / BB

**Cap. bursátil: >70% PIB
(desde ~40% a principios 2000s)**

El crédito privado creció del 40% al 70% del PIB en dos décadas. La cobertura de Moody's ha sido fundamental para atraer capital extranjero.

CL CHILE

Rating: A2 / A- / A-

**Cap. bursátil: ~83% PIB
(Mayor ratio en Sudamérica)**

Grado de inversión sólido desde los 90s. El entorno regulatorio estable y las mejoras en el ambiente de calificación generaron el mercado más profundo de la región.

MX MÉXICO

Rating: Baa2 / BBB / BBB-

**FDI Nearshoring: +25% en 2024
US\$10B en 2 años**

El nearshoring como motor de crecimiento. Los ratings de grado de inversión atrajeron +US\$10 mil millones en manufactura automotriz y electrónica.

PY PARAGUAY

Rating: Baa3 / BBB- / BB+

**GDP per cápita: US\$7K→US\$9K
para 2027 (proyección S&P)**

Hito 2024: Primer grado de inversión de Moody's (jul 2024) y S&P (dic 2025). Inversión privada proyectada a crecer 17% en 2025.

MECANISMO DE TRANSMISIÓN: CÓMO LAS CALIFICACIONES IMPULSAN EL MERCADO

01

Mejora de Calificación

Upgrade a grado de inversión o mejora dentro de la escala por Moody's / S&P / Fitch

02

Confianza del Inversor

Señal de bajo riesgo de incumplimiento. Inversores institucionales pueden acceder al activo

03

Reducción de Spreads

Compresión de spreads EMBIG. Costo de deuda baja en promedio 100-200 pb en upgrades clave

04

Mayor Emisión de Bonos

Soberanos y corporativos emiten más deuda. Ene 2024: US\$31.2B (3er mayor mes histórico)

05

Desarrollo del Mercado

Mayor capitalización bursátil, más IPOs, crecimiento del crédito privado y fintech

Efecto multiplicador: Investigaciones de SciELO confirman que en Brasil, la información de calificación de S&P y Moody's es eficiente (coincide con precios de mercado). Empresas con rating de deuda de largo plazo tienen el doble de apalancamiento que las que no lo tienen (evidencia en mercados maduros e incipiente en LATAM).

CALIFICACIONES GOBIERNOS LATAM Y PANAMÁ



LATAM

Chile A
Perú BBB
México BBB
*Panamá BBB
Uruguay BBB
* Paraguay BBB
Brasil BB
* Colombia BB
Costa Rica BB
Guatemala BB
Rep. Dom BB
Honduras B
ESV B
Ecuador CCC
Argentina CCC
Venezuela C

Grado de Inversión

Grado Especulativo

* Situación Mixta

A DICIEMBRE 2025

CALIFICACIONES GOBIERNO DE PANAMÁ

A ENERO 2026

MOODY'S Ratings

Baa3

Negative

Fitch Ratings

BB+

Stable

S&P Global Ratings

BBB-

Stable

MOODY'S RATINGS Periodic Review of Panama's Ratings Nov 18th, 2025

New York, November 18th, 2025 – **CREDIT OPINION.**

Government of Panama – **Baa3 negative Update following rating affirmation, outlook Negative (unchanged)**

Review Date and Location: Conducted on November 18th, 2025, Held in New York

Purpose of Review: Reassess the appropriateness of Panama's ratings, Consider recent developments, Apply relevant principal methodologies

New York, November 18th, 2025 – **CREDIT OPINION.**

Government of Panama – **Baa3 negative Update following rating affirmation, outlook Negative (unchanged)**

Credit strengths

- » A service-based economy with a track record of high growth
- » Favorable debt profile and no exposure to exchange rate risk
- » Steady revenue stream of transfers from the Panama Canal

Credit challenges

- » Rising spending rigidities that constrain fiscal consolidation
- » A relatively small revenue base, which weighs on debt affordability
- » High debt and interest burden relative to peers

New York, November 18th, 2025 – **CREDIT OPINION.**

Government of Panama – **Baa3 negative Update following rating affirmation, outlook Negative (unchanged)**

Factors that could lead to an upgrade. An upgrade is unlikely given the negative outlook.

- The outlook could return to stable if the government takes measures that are conducive to significantly reducing fiscal deficits in a sustainable way.
- Effectively addressing budgetary rigidities and measures to bolster fiscal data transparency would support the sovereign's credit profile.
- Additional measures that enhance government revenue and bolster debt affordability would be credit positive, improving the sovereign's capacity to absorb shocks or address pension and social spending pressures.

Factors that could lead to a downgrade

- Downward pressures on the rating would stem from lack of policy measures that are likely to be effective in preventing further weakening of the fiscal accounts, leading to a more rapid or prolonged rise in the debt burden beyond our current baseline.
- The inability to bolster fiscal policy credibility would add downward pressures to the rating.

- El crecimiento económico sigue siendo una fortaleza crediticia: expansión de 4.4% en 2025, proyectamos 4% para 2026, impulsada por altos niveles de inversión y el rol estratégico del Canal de Panamá en el comercio global.
- La consolidación fiscal avanza: el déficit fiscal se redujo a 3.7% del PIB en 2025 desde 6.2% en 2024. Proyectamos una reducción marginal a 3.5% en 2026 que debería estabilizar el nivel de la deuda pública alrededor de 66% del PIB en 2026. Pero la carga de intereses seguirá elevada, lo que limita la flexibilidad presupuestaria.

Negative Outlook

- Medidas legislativas para flexibilizar el gasto: resolución de la perspectiva “negativa” aguarda la adopción de medidas estructurales que flexibilicen las asignaciones de gasto (en educación, salud y otros) y que determinan los aumentos en la planilla pública para evitar futuros desvíos fiscales, enfrentar rigideces del gasto, mejorar la transparencia fiscal y la capacidad de implementación de políticas.
- Resolución de la disputa minera: La disputa legal puede costarle una enorme cantidad al fisco si se da un fallo adverso; por el contrario, una reapertura de la mina le otorgaría importantes ingresos al erario público que ayudarían a reducir el déficit fiscal.

PANAMÁ vs PEERS

	Rating	F1: Economic Strength	F2: Institutional Strength	F3: Fiscal Strength	F4: Susceptibility to Event Risk	Factor más débil
Chile	A2	baa1	aa3	a2	baa	Riesgos [4]
Perú	Baa1	baa2	baa2	a1	ba	Riesgos [4]
Uruguay	Baa1	baa1	a3	baa3	a	Fiscal [3]
México	Baa2	a3	ba1	ba1	baa	Institu [2] / Fiscal [3]
Colombia	Baa3	baa1	baa2	b1	baa	Fiscal [3]
Panamá	Baa3	baa1	ba1	ba3	baa	Fiscal [3]
Paraguay	Baa3	baa3	baa3	ba2	a	Fiscal [3]
Brasil	Ba1	a3	baa3	ba3	baa	Fiscal [3]
Guatemala	Ba1	baa2	ba2	baa1	ba	Institu [2] / Riesgos [4]
Costa Rica	Ba2	a3	ba1	b1	baa	Fiscal [3]
Rep Dom	Ba2	a3	ba1	b2	baa	Fiscal [3]
Honduras	B1	ba2	b2	baa2	ba	Instituciones [2]
Nicaragua	B2	ba3	b3	a3	caa	Riesgos [4]
El Salvador	B3	baa3	caa1	b1	b	Instituciones [2]
Argentina	Caa1	baa3	caa1	b1	caa	Institu [2] / Riesgos [4]
Ecuador	Caa1	ba2	caa2	baa3	caa	Institu [2] / Riesgos [4]
Bolivia	Caa3	ba3	caa1	ca	caa	Fiscal [3]

INDICE EMBI

Marzo 01, 2026

INDICE EMBI

Enero 27, 2025

INDICE EMBI

Julio 19, 2024

INDICE EMBI

Septiembre 13, 2023

PAIS					
Uruguay	I.G.	77	91	85	92
Chile	I.G.	95	123	121	133
Perú y Paraguay	I.G.	143, 200	154, 155	161, 164	171, 210
Costa Rica		156	190	217	247
RD		189	196	221	313
Guatemala		142	196	197	217
Brasil		199	219	217	212
Panamá	I.G.	152	292	267	212
Colombia		294	313	313	340
México	I.G.	226	317	319	361
El Salvador		351	404	667	768
Honduras		204	404	398	359
Arg		576	642	1,590	2,163

CONCLUSIONES

1

Las calificadoras son catalizadores fundamentales del mercado de capitales LATAM: tras 10 años de acciones negativas, el balance se volvió positivo en 2023-2024, reflejando mejoras estructurales reales.

2

Cada mejora de calificación reduce el spread de deuda y activa capital institucional global. Enero 2024 registró la 3ª mayor emisión mensual histórica de la región (US\$31.2B).

3

Países con grado de inversión sólido (Chile, México) exhiben mercados bursátiles más profundos. Chile lidera con 83% de cap. bursátil/PIB; Brasil pasó del 40% al 70%+.

4

La brecha con mercados OCDE es oportunidad: 37.4% vs 64.4% de cap/PIB sugiere que con mejoras de rating sostenidas, el mercado podría duplicarse en la próxima década.

Qué implica para una empresa ser calificada

- Accede a mejores tasas de financiamiento
- Visibilidad - atrae capitales
- Transparencia, prestigio y credibilidad
- Imagen
- Herramienta de gestión interna



Qué implica para el mercado

- ESTABILIDAD Y CONFIANZA
- EFICIENCIA - ABARATA COSTOS
- MAYOR CAPACIDAD DE INTERMEDIARIOS PARA ASESORIA Y RECOMENDACIÓN ADECUADA
- MEJORA GESTION INTERNA DE ENTIDADES
- EDUCACIÓN FINANCIERA

Mayor confianza, estabilidad, eficiencia, transparencia del mercado = DESARROLLO DEL MERCADO



En Qué contribuye un Reporte de Calificación a INVERSIONISTAS, AHORRISTAS, EMPRESAS, REGULADORES, PROVEEDORES, STAKEHOLDERS, ETC.



Thank you

MOODY'S
LOCAL